

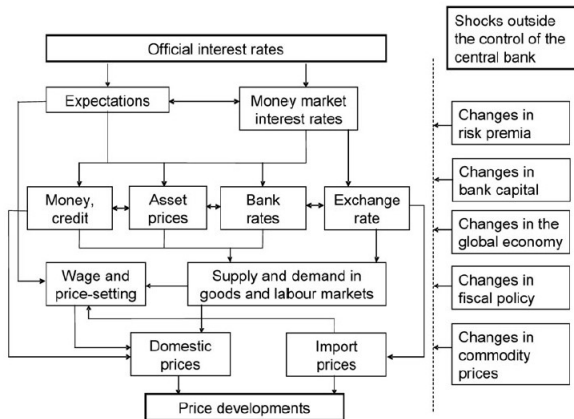
Politica economica e mercati finanziari

Cristiana Fiorelli

Università di Napoli Prthenope
Dip. Studi Economici e Giuridici
cristiana.fiorelli@uniparthenope.it

Anno accademico, 2022/2023

Trasmissione della politica monetaria



Elementi di base

- Una schematizzazione utile del processo di trasmissione della politica monetaria consiste nella seguente suddivisione per stadi:

Strumenti di politica monetaria \Rightarrow **Obiettivi intermedi** \Rightarrow **Obiettivi finali**.

- Gli obiettivi intermedi hanno la funzione di indicatori di percorso che consentono di monitorare la direzione seguita dagli effetti della manovra attuata.
- E' saggio collocare più di un obiettivo intermedio lungo il percorso.

Sequenza per stadi

La sequenza per stadi più comune è la seguente:

$$FP^* \Rightarrow BM \Rightarrow M \Rightarrow DA \Rightarrow Y = PQ$$

dove $FP^* = OMA + SFN = (RP + RLT + FT + OS) + (FMg - Df)$

- BM è l'obiettivo intermedio più vicino alla BC
- M (attività molto liquide) è l'obiettivo intermedio più vicino ai mercati finali real
- Gli economisti concordano fino alle ipotesi di controllo di M
- Il disaccordo tra monetaristi e keynesiani riguarda l'efficacia della politica monetaria sugli effetti finali.

Posizioni economisti

- Il disaccordo tra monetaristi e keynesiani riguarda l'efficacia della politica monetaria sugli effetti finali.
- Monetaristi: neutralità della moneta: effetto di lungo periodo di una politica monetaria è un corrispondente aumento dei prezzi.
- Keynesiani: efficacia della politica monetaria anche nel lungo periodo.

Temi centrali

Ciò che interessa discutere sono i diversi stadi relativi alla trasmissione della politica monetaria e i problemi connessi con riferimento:

- 1 al controllo di BM da parte della BC;
- 2 al legame tra BM e M;
- 3 al legame tra M e CR;
- 4 alla scelta degli obiettivi intermedi;
- 5 agli effetti sugli obiettivi finali.

Temi centrali

- Trasversale all'analisi di questi stadi è la rilevanza che assumono le banche nel sistema economico.
- Un sistema banco-centrico è più facilmente controllabile dalla BC a vantaggio della trasmissione della politica monetaria.
- Il ridimensionamento del ruolo delle banche in un sistema finanziario più orientato ai mercati di titoli negoziabili rende più difficile l'individuazione dei canali di trasmissione e pone problemi di scelta degli strumenti e degli obiettivi intermedi più idonei.

Mercato della LB

- Gli effetti che si possono trasmettere possono essere raggruppati in tre categorie:
 - ① effetto costo;
 - ② effetto quantità;
 - ③ effetto ricchezza;
 - ④ effetto rischio;
 - ⑤ effetto liquidità.
- Si tratta di effetti interrelati perché, come è già emerso con l'analisi del mercato della liquidità bancaria LB, una manovra sulle quantità monetarie produce effetti costo e viceversa una manovra sui tassi produce effetti sulle quantità.
- Inoltre entrambi questi effetti hanno un impatto sulla liquidità dei portafogli, effettiva o anche soltanto percepita dagli operatori.

Il controllo della base monetaria

- Per quanto riguarda il primo stadio della trasmissione, la BC ha gli strumenti per controllare direttamente la quantità di LB ($=ROB + RL$) e l'aggregato più ampio BM.
- Sostanzialmente deve controllare il proprio bilancio, manovrandone la composizione e la dimensione.

Money view

- Più problematico è il secondo stadio che riguarda la stabilità del rapporto tra la base monetaria e la moneta.
- Lo schema di riferimento comunemente usato è stato la **money view**, che analizza i rapporti che intercorrono tra BM e M ponendo l'attenzione sul ruolo svolto dai depositi bancari D come componente chiave della quantità di moneta.
- Pertanto la **money view** enfatizza la funzione monetaria dell'intermediazione bancaria.
- Il legame che lega BM ad M è noto $M = \frac{1+h}{k+h} BM = mBM$ dove **k** è il rapporto tra la BM detenuta dalle banche e i depositi, mentre **h** è il rapporto tra la BM detenuta dall'Economia e i depositi.
- Se la BC vuole controllare la quantità di M, nel senso sia di mantenerla stabile sia di poterla manovrare per trasmettere gli effetti desiderati agli obiettivi finali, deve stimare il valore di **m**.
- Cos'è m?

Riserva Obbligatoria

Riserva obbligatoria \Rightarrow strumento di controllo amministrativo.

$$ROB = k_{ROB}^* D_B$$

k_{ROB} è una variabile strumentale di PM, con la quale la BC vincola una parte di liquidità bancaria

Funzioni tradizionali della ROB

- [1] Strumento di garanzia a tutela dei depositanti sulla liquidità dei depositi bancari;
- [2] Strumento di controllo del processo di creazione della moneta da parte della BC.

Funzioni della Riserva Obbligatoria

- La prima funzione si basa sull'unicità delle banche nello svolgere la funzione monetaria rispetto agli altri intermediari
- La seconda è basata sulla possibilità di gestire la creazione di moneta attraverso il controllo delle banche utilizzando lo strumento ROB
- \Rightarrow *le banche finanziano le proprie attività emettendo proprie passività, creando nuova moneta*
- Le banche possono solo utilizzare la BM_B disponibile (creata dalla BC) sotto forma di LB
- La BM esce dal circuito dei pagamenti bancari soltanto quando l'economia preleva circolante dai depositi trasformando la BM_B in BM_{EC}

Moltiplicatore dei depositi

Creazione di moneta bancaria.

Definizione della moneta: $M = BM_{EC} + D$

Utilizzi della base monetaria: $BM = BM_B + BM_{EC}$

base monetaria delle banche $BM_B = kD_B$ ($k = k_{ROB}^* + k_{RL} + k_{Df} + k_{Cb}$)

base monetaria dell'economia $BM_{EC} = hD_{EC}$

$BM = (k + h)D$, dal momento che $D_B = D_{EC}$

$D = \frac{1}{k+h}BM = m_D BM$ dove m_D è il **moltiplicatore dei depositi D**

Moltiplicatore monetario

Sostituendo $BM_{EC} = hD_{EC}$ in $M = BM_{EC} + D$ si ottiene

$$M = (1 + h)D$$

e ricordando che $D = \frac{1}{k+h}BM$ otteniamo l'offerta di moneta in termini di base monetario

$$M = \frac{1+h}{k+h}BM = mBM$$

dove m è il **moltiplicatore monetario**.

Moltiplicatore del credito

Dal lato del credito bancario, CR_B , partiamo dal bilancio semplificato delle banche:

$$D_B = BM_B + CR_B$$

se al posto di BM_B sostituiamo $BM_B = kD_B$

possiamo ricavare $D_B = \frac{1}{1-k} CR_B$ che può essere inserita nella

$D = \frac{1}{k+h} BM = m_D BM$ al posto di D e ottenere

$$CR_B = \frac{1-k}{k+h} BM = m_{CR} BM \text{ dove}$$

dove $m_{CR} B$ è il **moltiplicatore del credito**.

Moltiplicatore del credito

Valori massimi dei moltiplicatori: $h = 0$ quando:

- 1 l'Economia non preleva BM dai depositi ($BM_{EC} = 0$), ma utilizza solo moneta bancaria, D; In questo caso D diventano l'unica forma di moneta
- 2 le banche utilizzano appieno la BM_B , per i prestiti; cioè non trattengano riserve libere RE, né depositi overnight Df presso le BC, né circolante CB.
In questo caso l'unico parametro che vincola la creazione di depositi e crediti è k_{ROB} essendo k_{RL}, k_{Df}, k_{Cb} tutti pari a zero.

Se non ci fosse la riserva obbligatoria le banche potrebbero creare credito, depositi e moneta all'infinito.

Moltiplicatore del credito

Abbiamo visto che $ROB = k_{ROB}^* D_B$ dalla cui emergono tre importanti relazioni della BM:

1. con l'ammontare dei depositi

ta nella $D = \frac{1}{k+h} BM = m_D BM \Rightarrow D_{max} = \frac{1}{k_{ROB}} BM = m_{Dmax} BM$

2. con quello dei crediti

possiamo ricavare $D_B = \frac{1}{1-k} CR_B$ che puo' essere inserita nella

$D = \frac{1}{k+h} BM = m_D BM$ al posto di D e ottenere

$CR_B = \frac{1-k}{k+h} BM = m_{CR} BM \Rightarrow CR_{Bmax} = \frac{1-k_{ROB}}{k_{ROB}} BM = m_{CRmax} BM$

3. con la moneta

$M = \frac{1+h}{k+h} BM = m BM \Rightarrow M_{max} = \frac{1}{k_{ROB}} BM = m_{max} BM.$

Controllo massimo

- Sappiamo che $BM_B = LB + C_B + D_f$ e quindi
 $k = k_{ROB}^* + k_{RL} + k_{Cb} + k_{Df}$
- Ma la BC controlla direttamente soltanto il parametro k_{ROB}^* , che è la parte obbligatoria delle riserve bancarie.
- Soltanto in un caso la Banca centrale avrebbe la certezza di controllare M .
- Questo avviene in uno scenario in cui $k = k_{ROB}^*$ e $h = 0$ ossia in assenza di riserve in eccesso e con tutta la moneta tenuta sotto forma di depositi, cosicché $M = D$.
- L'unica sottrazione dal circuito di intermediazione sarebbe a scopo di riserva obbligatoria secondo il parametro stabilito dalla BC stessa.

Controllo massimo

- Il legame che lega BM ad M è noto $M = \frac{1+h}{k+h} BM = mBM$ dove **k** è il rapporto tra la BM detenuta dalle banche e i depositi, mentre **h** è il rapporto tra la BM detenuta dall'Economia e i depositi.
- L'unica sottrazione dal circuito di intermediazione sarebbe a scopo di riserva obbligatoria secondo il parametro stabilito dalla BC stessa
- In questo caso si ottiene $M_{max} = \frac{1}{k^*} BM = m_{max} BM$
- Massima potenzialità della funzione monetaria a scapito dell'azzeramento dell'autonomia nella gestione della liquidità bancaria. (Fig. 9.1).

Meccanismo di Trasmissione Keynesiano

Meccanismo di Trasmissione Keynesiano

Politica monetaria espansiva

Politica monetaria espansiva:

- OMA: + titoli detenuti dalla BC e + BM emessa (passivo) (si amplia il bilancio della BC)
- Le banche hanno in attivo meno titoli e più base monetaria: si modifica la composizione dell'attivo.
- Aumenta anche il prezzo dei titoli e si riduce il rendimento.

Politica monetaria espansiva

In sintesi:

OMA: $TM_{BC}^d \uparrow = BM^s \uparrow \Rightarrow P_{TM} \uparrow \Rightarrow r_{TM} \uparrow$

attivo delle banche muta: $TM_B \downarrow = BM_B \uparrow$

La riduzione del rendimento dei titoli si trasferisce all'economia attraverso i seguenti canali: mercato interbancario; mercato dei prestiti, mercato dei TRG, sui mercati esteri (tasso di cambio); sul mercato dei depositi (riduzione dei tassi).

Mercato dei depositi

- Il mercato dei depositi ha un ruolo chiave nella **money view**.
- La domanda di depositi D^d può essere stilizzata nella seguente funzione implicita:
$$D^d = f(i_D, r_{AF_j}, \sigma_{AF_j}, R, Y, b_D, b_{AF_j})BM = m_D BM.$$
- Anche m_D dipende dalle stesse variabili.
- Per quanto riguarda l'offerta, i depositi *non sono emessi in quantità prefissata*, a differenza di quanto avviene per l'emissione di obbligazioni e di azioni.
- Le banche raccolgono tutti i depositi accreditati alla clientela. Pertanto l'offerta di depositi può essere rappresentata in prima approssimazione dalla seguente funzione di tasso:

Mercato dei depositi

$i_D = f(i_{IB}, i_{Pr}, i_{TM}, i_{TRG}, k_{ROB}^*, R)$ segni: (+ + + + -+)

nella quale la remunerazione della raccolta viene determinata, secondo uno schema di **mark down**, sulla base dei tassi attivi che le banche possono ottenere.

- *L'ipotesi sottostante è che le banche cerchino di mantenere costante il differenziale tra tassi attivi e passivi.*
- Sono però costrette ad ampliarlo all'aumentare del coefficiente di riserva obbligatoria k_{ROB}^* , che come abbiamo detto rappresenta una taxa implicita che viene traslata dalle banche sulla clientela aumentando il differenziale dei tassi di intermediazione.

Mercato dei depositi

- Anche l'indice di rischio R influisce sul costo della raccolta, che è minore (maggiore) se diminuiscono (aumentano) i rischi di illiquidità e di insolvenza delle banche.
- Variando il tasso in aumento o in diminuzione le banche possono aumentare o diminuire i depositi.
- C'è però un limite massimo D_{max} di depositi che possono essere raccolti, che si raggiunge nell'ipotesi che tutta la BM in circolazione venga depositata.
- L'aumento della liquidità bancaria conseguente alla OMA espansiva provoca un aumento dei depositi a causa dell'effetto dimensione.

Effetto Dimensione

- Per quanto riguarda l'effetto composizione l'impatto negativo della riduzione del tasso i_D viene in buona parte compensato dall'impatto positivo della contemporanea riduzione dei rendimenti alternativi r_{AF_j} .
- Quindi è logico attendersi che gli effetti combinati di dimensione e di composizione portino a un aumento netto della quantità di depositi.
- L'effetto dimensione è dato dall'aumento della BM secondo la sequenza (FIG. 9.2):

$$BM \uparrow \Rightarrow BM_B \uparrow \Rightarrow CR_B \uparrow \Rightarrow D \uparrow \Rightarrow M \uparrow$$

Effetto Costo

- Tornando all'analisi della trasmissione degli effetti della OMA espansiva, l'abbassamento della struttura dei tassi di interesse si stabilizza se **non viene considerato temporaneo** dalle aspettative degli operatori.
- Su questo influisce innanzitutto l'atteggiamento della BC, che deve rendere credibile la manovra accompagnandola con una riduzione dei tassi ufficiali \Rightarrow riduzione di i_{RP}^* .

$$i_{RP}^* \downarrow \Rightarrow i \Rightarrow DA(I, C) \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

- Infine, l'insieme degli effetti a catena messi in moto dalla OMA espansiva riporta in equilibrio anche il mercato della moneta.
- Il maggior livello complessivo del reddito Y fa aumentare la domanda di moneta a scopo transattivo, mentre la riduzione del tasso di interesse fa aumentare la domanda di moneta a scopo speculativo.

Modello IS-LM

- $BM \uparrow \Rightarrow M^s \uparrow = M^d(Y; i) \uparrow [M^d(Y; i) = M_s^d(i) \uparrow + M_T^d(Y) \uparrow]$
- La relazione tra BM e M è regolata dal moltiplicatore della moneta m che si ipotizza stabile
- $M_T^d(Y)$ è la domanda di moneta a scopo transattivo,
- $M_s^d(i)$ è la domanda di moneta a scopo speculativo.
- In termini di IS-LM la LM si sposta a destra.
- Problemi aperti: di scelta degli obiettivi intermedi dovuti ad instabilità di origine monetaria, di interazione con la politica fiscale, di trasmissione della politica, di pressioni sui prezzi.

Instabilità del moltiplicatore monetario

Instabilità del moltiplicatore monetario

Instabilità del moltiplicatore monetario

- L'ipotesi che il moltiplicatore monetario sia stabile al punto da consentire una valutazione deterministica del rapporto tra BM e M presuppone un sistema finanziario semplice, banco-centrico, con banche strettamente controllate dalla BC e con operatori che hanno un comportamento determinato e prevedibile nell'uso degli aggregati monetari, prevalentemente orientato dalle abitudini.
- Il moltiplicatore dei depositi è legato a scelte di portafoglio che implicano valutazioni sui rendimenti, rischi di mercato, costi di transazione rischi di illiquidità.
- Se m_D è instabile, diventa instabile anche il moltiplicatore monetario m .

Instabilità del moltiplicatore monetario

- Due fattori di instabilità di m , $M = \frac{1+h}{k+h} BM = mBM$, h e k . h è però meno preoccupante di k .
- Il rapporto circolante depositi, h , è influenzato dai costi opportunità di detenere circolante, dalle innovazioni tecnologiche e dal rischio sistemico:

$$h = \frac{BM_{EC}}{D} = f(i_D; b_D; IT; R) \text{ segni: } (- \ + \ - \ +)$$

- h poco variabile nel BP perchè l'elasticità di sostituzione BM_{EC} e D è bassa
- unico rischio: crisi di illiquidità: $R \uparrow$, h aumenta, m si riduce drasticamente.

Il rapporto riserve bancarie depositi

- Il rapporto riserve bancarie depositi, k , dipende da:

$$k = k_{ROB}^* + k_{RL} + k_{Cb} + k_{Df}$$

- ossia $k = k_{ROB}^* + f(i_{RL}; i_{IB}; i_{IB}^a; i_{RP}; i_{Pr}; R; r_{AFj}; \sigma_{AFj}; b)$ segni: f (+ - + + - + - + +)
- k_{ROB}^* unico controllabile direttamente dalla BC ma instabile entro il mese di mantenimento della ROB
- altre variazioni di k rendono il moltiplicatore prociclico e instabile
- A seguito di un'espansione dell'economia: i_{IB} e i_{Pr} (\uparrow), k (\downarrow), m (\uparrow) senza espansione BM.
- La BC deve decidere se contrastare la riduzione dei tassi o mantenere il controllo della quantità.

Il rapporto riserve bancarie depositi

- Per riportare il tasso i_B ad un livello minore e stabilizzare il moltiplicatore, la BC dovrebbe aumentare BM.
- Questo darebbe maggiore liquidità alle banche che attingono all'eriserve.
- Ma facendo così aumenterebbe ancor più la quantità di M con un impatto prociclico ancora maggiore.

Indicazioni di policy

L'instabilità del moltiplicatore monetario offre alcune utili indicazioni:

- 1 l'instabilità prociclica del moltiplicatore monetario m , che riduce la controllabilità della quantità di M come obiettivo intermedio;
- 2 m non è uno strumento esogeno di trasmissione della politica monetaria, perché è esso stesso endogeno ai comportamenti degli operatori, alle loro aspettative, alle instabilità dei mercati;
- 3 la BC deve tenere conto di una instabilità ciclica che ha origine nei mercati monetari e finanziari, della quale le oscillazioni di m non sono la causa ma l'effetto;
- 4 pertanto la BC non deve occuparsi di stabilizzare m , che è soltanto un indicatore di instabilità, ma deve preoccuparsi di agire direttamente sulle cause dell'instabilità monetaria e finanziaria.

La scelta degli obiettivi intermedi

- Analisi di Poole(1970): instabilità dei mercati reali e finanziari con schema IS-LM
- Obiettivi intermedi: di quantità (M) o di tasso.
- Se si controlla M si perde il controllo sui tassi

Instabilità di origine reale

- Espansione di AD
 - ① aumenta la domanda di moneta a scopo transattivo;
 - ② dato M , si riduce la domanda di moneta a scopo speculativo (aumenta i):
 - ③ Aumenta l'offerta di TRG , diminuisce il prezzo P_{TRG} , aumenta r_{TRG}
- Se la BC persegue un obiettivo di stabilità del tasso: OMA con acquisto TRG in cambio di BM

Instabilità di origine reale

- Flessione di AD
 - ① diminuisce la domanda di moneta a scopo transattivo;
 - ② dato M , aumenta la domanda di moneta a scopo speculativo (diminuisce i);
 - ③ diminuisce l'offerta di TRG , aumenta il prezzo P_{TRG} , diminuisce r_{TRG}
- Se la BC persegue un obiettivo di stabilità del tasso: OMA con vendita TRG e assorbimento di BM

Instabilità di origine reale

- Conclusione: in presenza di instabilità di origine reale, è preferibile che la BC adotti una politica di controllo della quantità di moneta come obiettivo intermedio (la LM non si sposta)
- Una politica di controllo dei tassi (la LM si sposta) ha impatto prociclico e genera oscillazioni di reddito maggiori rispetto ad una politica di controllo di BM

Instabilità di origine monetaria

- Spostamenti della LM generati da:
- Alternanza tra euforia che alimenta una bolla speculativa e sfiducia che si genera quando la bolla scoppia
- Euforia: diminuiscono le barriere dell'avversione al rischio: si riducono le preferenze per la liquidità, ossia si riduce la domanda di moneta
- a parità di offerta, effetto espansivo sulla LM (i scende Y sale).

Instabilità di origine monetaria

- Scoppia la bolla speculativa: crescono le preferenze per la liquidità, si crea un eccesso di domanda di M
- A parità di offerta, come se si avesse una politica monetaria restrittiva (i sale, Y scende)
- In questi casi una PM orientata a stabilizzare i tassi riesce ad avere impatti anticiclici:
 - 1 In presenza di euforia: la BC vende titoli e riassume BM (i sale)
 - 2 In presenza di crisi di sfiducia: la BC acquista titoli in cambio di BM (i scende)
- Limiti e rischi:
 - 1 rischio di illiquidità genera instabilità in m
 - 2 Trappola della liquidità

Cambiamenti necessari

- Limiti della money view basata sul moltiplicatore monetario e dell'approccio keynesiano basato sull'effetto costo come canale di trasmissione
 - ① Revisione degli strumenti: con la mobilitazione le ROB sono diventate strumento di stabilizzazione dei tassi IB piuttosto che strumento di regolazione della quantità di moneta
 - ② Revisione degli obiettivi intermedi: preferenza per il controllo dei tassi, date le difficoltà a controllare la quantità di M in circolazione
- Due ulteriori problemi:
 - ① instabilità del moltiplicatore m . Si può comunque adottare un monetary targeting endogenizzando l'instabilità di BM. Conveniente per frenare le instabilità di origine reale
 - ② Instabilità degli aggregati monetari: M3 (comprende anche TM e QM) per analisi di scenari monetari

Ampliamento dei canali di trasmissione

- È in discussione l'efficacia della PM espansiva:
 - 1 capacità della BC di abbassare i tassi
 - 2 elasticità degli investimenti e AD a variazioni dei tassi
- In generale i problemi riguardano:
 - 1 Gli spazi di mercato (effetti su più mercati reali/finanziari ecc...)
 - 2 L'estensione temporale della misura (operazioni di BT per incidere sulle aspettative)
 - 3 interazioni stock flussi (posizioni reddituali e patrimoniali degli operatori)
 - 4 imperfezioni dei mercati (asimmetrie informative, costi ecc...)
- Le imperfezioni dei mercati che ostacolano la trasmissione della politica monetaria

Effetti ricchezza

- Asimmetrie degli effetti costo: le variazioni dei tassi generano effetti sul valore degli stock di ricchezza
- PM espansiva genera un effetto ricchezza dal punto di vista reale
 - ① si riducono i tassi, il valore attuale dei beni capitale aumenta ossia aumenta il valore della ricchezza oggi
 - ② effetto sui consumi correnti e decisioni di risparmio ($i \uparrow$, $S \downarrow$)
 - ③ effetto sugli investimenti: la q di $Tobin = \frac{MarketV}{Costo}$
 - ④ se $q > 1$ investo; se $q < 1$ no.