

ECONOMIA E POLITICA FINANZIARIA L'OFFERTA DI MONETA, LE BANCHE CENTRALI E LA POLITICA MONETARIA

Prof. Massimo Arnone

massimo.arnone@uniroma1.it

Anno Accademico 2017-2018

ARGOMENTI

- **LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE: OBIETTIVI INTERMEDI, FINALI ED OPERATIVI**
- **LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE E DELLA FED A CONFRONTO**

Gli obiettivi della politica monetaria

- Gli interventi di politica monetaria mirano al raggiungimento di due tipologie di obiettivi:
 1. **Obiettivi intermedi**
 2. **Obiettivi finali**
 3. **Obiettivi operativi**
- **Gli obiettivi finali sono legati all'andamento di variabili macroeconomiche determinanti per il benessere della collettività**, ad esempio l'inflazione, il prodotto interno lordo, il tasso di occupazione, il pareggio della bilancia commerciale
- **Gli obiettivi intermedi** sono così denominati poiché facilmente controllabili dalle istituzioni tecniche dotate di un certo grado di autonomia rispetto agli organi politici (la BCE nell'area Euro, la FED negli Usa ecc..) e, mediante questo controllo, le suddette istituzioni possono influire sugli obiettivi finali. Questi obiettivi **fanno riferimento al mercato monetario** essendo legate a variabili come il tasso di interesse, il tasso di cambio, aggregati quantitativi monetari e finanziari
- **Gli obiettivi operativi** sono controllati giornalmente dalle banche centrali poiché fanno riferimento al mercato interbancario. Analogamente agli obiettivi intermedi, anche questa tipologia di obiettivi può essere espressa sotto forma di tassi di interesse (a breve termine, tasso overnight) o aggregati monetari e creditizi (stock di riserve bancarie)
- **Il regime monetario di un Paese** è l'insieme dei suddetti obiettivi e strategie e strumenti adottati dalle autorità di politica monetaria

Gli obiettivi della politica monetaria

- **La politica monetaria, nel corso degli anni, ha modificato i suoi obiettivi**
- **Negli anni 60 e 70**, la politica monetaria aveva come principale obiettivo **la crescita del reddito e la stabilizzazione delle fluttuazioni cicliche**
- **Negli anni 80**, a seguito delle crisi petrolifere, l'obiettivo principale della politica monetaria diventa **la riduzione dell'inflazione e la stabilità dei prezzi**
- **Ad oggi, l'obiettivo della stabilità dei prezzi è fortemente condiviso** poiché la moneta è ritenuta un «bene pubblico» la cui stabilità del potere d'acquisto è fondamentale
- **La crisi finanziaria e reale del 2007 e la crisi dei debiti sovrani del 2010 hanno rafforzato il peso attribuito a quest'ultimo obiettivo**, estendendolo all'intero sistema finanziario. **L'attenzione si è spostata verso la stabilità del sistema bancario** per cui è necessaria l'azione congiunta della Banca Centrale e delle autorità di regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari

La politica monetaria della FED e BCE a confronto

- In base al Full Employment and Balanced Growth Act (1978) **la FED deve raggiungere 6 obiettivi, tutti ugualmente ritenuti importanti e ai quali non è assegnato un contenuto numerico:**
 1. *Stabilità dei prezzi*
 2. *Elevata occupazione*
 3. *Tasso di crescita sostenuto dell'attività economica*
 4. *Stabilità del sistema finanziario*, misurata sia a livello macro ossia come stabilità dei mercati ed anche a livello micro come stabilità delle istituzioni ivi presenti
 5. *Minore volatilità dei tasso di interesse a lungo termine*, rendendo quindi meno incerti gli investimenti e le scelte di consumo degli operatori economici
 6. *Stabilità del mercato valutario* rendendo meno volatili i rapporti commerciali e finanziari con l'estero

La politica monetaria della FED e BCE a confronto

- La mancanza di una gerarchia tra gli obiettivi e l'assenza di una quantificazione numerica ha reso l'operatività delle Federal Reserve (FED) molto flessibile e dotata di una certa autonomia
- Le sue azioni possono riferirsi all'uno o all'altro obiettivo e senza un esplicito vincolo a dei parametri ufficiali di riferimento

La politica monetaria della FED e BCE a confronto

- La BCE invece ha una gerarchia netta tra gli obiettivi finali
- La BCE invece nel suo statuto fissa come obiettivo la stabilità dei prezzi nell'area Euro
- Come seconda scelta la BCE garantisce un sostegno alle politiche economiche comuni orientate allo sviluppo
- La stabilità dei prezzi è definita come “aumento su 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento”. Questo obiettivo deve essere raggiunto in un orizzonte temporale di medio termine
- Oltre alla presenza di una gerarchia netta tra gli obiettivi un'altra differenza rispetto alla politica monetaria della FED è la definizione di un contenuto numerico esplicito agli obiettivi finali. Per questa ragione il regime di politica monetaria della BCE è assimilabile ad un regime di *inflation targeting*
- *Il regime di inflation targeting è stato adottato nei primi anni 90 da alcuni paesi, tra cui Nuova Zelanda e Regno Unito. Esso è direttamente orientato al controllo del tasso di inflazione, basato sul riconoscimento della stabilità dei prezzi come obiettivo primario della politica monetaria, ma anche su altre caratteristiche specifiche*

Il regime della politica monetaria della BCE come inflation targeting anomalo

- **Il regime della politica monetaria della BCE è un regime di inflation targeting anomalo.** Questa anomalia è riconducibile all'assenza di un vero organo politico di governo nell'area dell'euro: la Commissione ed il Consiglio Europeo godono di poteri ridotti e hanno tra i loro componenti rappresentanti di paesi che non aderiscono alla moneta unica
- **La BCE come istituzione tecnica autonomamente stabilisce l'obiettivo della stabilità dei prezzi senza tener conto della volontà degli elettori o dei loro rappresentanti e senza assumersi alcuna responsabilità in caso di fallimento nel perseguimento dell'obiettivo**
- Il tasso di inflazione essendo una tassa su potere d'acquisto della moneta dovrebbe essere democraticamente scelto dai tax payers e non da un organismo tecnico. Nei regimi di inflation targeting è il governo che assegna un obiettivo di inflazione alla banca centrale che poi per il suo raggiungimento è totalmente autonoma. Inoltre la banca centrale si assume meccanismi di responsabilità in caso di mancato conseguimento dell'obiettivo e sarà sottoposta a delle sanzioni

Il regime della politica monetaria della BCE come inflation targeting anomalo

- **È un regime ibrido di inflation targeting**
- **Altre anomalie di tale regime di politica monetaria sono:**
 1. l'assenza di un valore previsto dell'inflazione ad un orizzonte temporale prefissato
 2. l'assenza di una reazione automatica agli scostamenti tra il valore effettivo e quello atteso dell'inflazione
 3. L'attribuzione di un ruolo rilevante, soprattutto nei primi anni di operatività, alla dinamica dello stock di moneta, ruolo che non compare totalmente nei regimi orientati al controllo dell'inflazione

Governance della FED

- La **FED** è stata fondata nel 1913. È un **sistema federale** composto da un'agenzia centrale con sede a Washington (Board of Governors) e da dodici Fed locali distribuite nelle principali città degli Stati Uniti. Poi vi è anche il FOMC (Federal Open Market Committee) che rappresenta il vero organo esecutivo della FED
- **Il Board of Governors è composto da sette membri eletti dal Presidente degli Stati Uniti e dal Senato.** Ciascun membro rimane in carica per un periodo di quattordici anni (non rinnovabile) e le nomine scadono il 31 gennaio di ogni anno pari in modo da garantire un ricambio graduale tra i membri del board e banchieri centrali esperti
- **Il Board ha la responsabilità sui seguenti compiti:**
 1. L'analisi dell'andamento dell'economia statunitense ed internazionale
 2. Le decisioni relative alla conduzione delle politica monetaria in particolare quella che riguarda la riserva obbligatoria e il tasso di sconto
 3. La supervisione e la regolamentazione di talune istituzioni bancarie
 4. La supervisione sul sistema dei pagamenti statunitense

Governance della FED

- **Le Fed locali sono distribuite nelle principali città americane** (Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City Dallas, San Francisco ecc.). **Tra di esse è particolarmente importante la Fed di New York che svolge quotidianamente le operazioni di mercato aperto**
- **Tra i compiti delle Fed locali vi sono:**
 1. La distribuzione di banconote e monete
 2. La gestione effettiva del sistema di pagamenti
 3. Lo svolgimento delle funzioni di tesoreria per conto del Tesoro americano
 4. La gestione delle operazioni di sconto bancario nei vari distretti locali

Governance della FED

- **Il FOMC è composto dai sette membri del Board of Governors ai quali si aggiungono cinque dei dodici presidenti delle Fed locali.** Il presidente della Fed di New York è membro permanente, gli altri quattro cambiano ogni anno
- **Tutti i presidenti delle Fed locali sono ammessi alle discussioni del FOMC, ma soltanto cinque in carica hanno diritto di voto**
- **Il FOMC determina la sua organizzazione interna secondo legge,** ma per tradizione si elegge il Presidente del Board of Governors come presidente del FOMC ed il Presidente della Fed di New York nel ruolo di vice
- **La composizione del FOMC suggerisce che nella governance della FED, è assegnato maggior peso, in termini di diritto di voto, al *centro* del sistema che alla *periferia*.** I 7 membri del Board of Governors e il Presidente della Fed di New York sono costantemente in grado di mettere in minoranza gli altri 4 membri votanti del FOMC (a turno i Presidenti delle altre Fed locali)

Governance della BCE

- **Nell'area dell'Euro il rapporto centro-periferia si realizza in modo diverso.**
La costruzione dell'Unione economica e monetaria ha comportato, dal punto di vista istituzionale, la presenza di un Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), composto dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle Banche Centrali Nazionali dei paesi dell'Unione Europea
- **Organi decisionali del SEBC sono il Consiglio Direttivo ed il Comitato Esecutivo**
- **Il Consiglio definisce le strategie e le linee generali della politica monetaria comune**
- **Il Comitato Esecutivo attua le decisioni prese dal Consiglio Direttivo**

Governance della FED

- **Il Consiglio Direttivo è composto dai 6 membri del Comitato Esecutivo, incluso il Presidente e i governatori delle banche centrali nazionali (11 nel 1999 e 19 a fine 2015).** Nel Consiglio, inizialmente, ogni membro aveva diritto di voto, con la conseguenza che il peso delle decisioni era fortemente sbilanciato a favore della *periferia* del sistema piuttosto che al *centro*. Nel dicembre del 2002, a seguito dell'inclusione di altri 10 paesi nell'Unione Europea, si è deciso di modificare la composizione dei membri votanti nel Consiglio Direttivo, sulla base di un sistema a rotazione simile a quello della FED. Il numero massimo di governatori delle banche centrali nazionali con diritto di voto è uguale a 15 mantenendo inalterato il rapporto tra centro e periferia. I 15 governatori votanti verranno selezionati attraverso una rotazione tale da garantire in ogni decisione la rappresentatività (in termini del PIL e del totale delle attività nel bilancio aggregato delle istituzioni finanziarie monetarie sul territorio)

Obiettivi intermedi: caratteristiche

- **Sono variabili con le seguenti caratteristiche:**
 1. Facilmente rilevabili dalle autorità anche in termini di statistiche ufficiali
 2. Strettamente controllabile con gli strumenti a disposizione
 3. Presentano delle relazioni stabili con un obiettivo finale della politica monetaria
- **La scelta tra l'adozione di un obiettivo finale e un obiettivo intermedio esprime un trade-off tra controllabilità e trasparenza per i seguenti motivi:**
 1. La variabile intermedia è più facilmente perseguibile
 2. La credibilità della regola soffre del fatto che il pubblico non ha una percezione totale della relazione tra la variabile intermedia e l'obiettivo finale
 3. La regola sull'obiettivo finale è più facilmente comprensibile e verificabile da parte del pubblico, ma spesso gli strumenti a disposizione delle autorità non sono così efficaci da garantire l'immediato ed effettivo controllo sull'obiettivo

Obiettivi intermedi come aggregati monetari

- **L'utilizzo di aggregati monetari come obiettivi intermedi si basa sulle seguenti motivazioni:**
 1. La comprensione dell'esistenza di ritardi sia nell'acquisizione delle informazioni necessarie all'intervento di policy sia nella trasmissione degli impulsi al sistema economico
 2. La fiducia nella validità, nel lungo periodo, della relazione tra moneta e prezzi (versione empirica della Teoria quantitativa della moneta) che induce i monetaristi a ritenere una regola severa di controllo della crescita della quantità di moneta il miglior strumento per ridurre l'inflazione e mantenere la stabilità del potere di acquisto della moneta
 3. La relazione con l'obiettivo finale di reddito nominale (o di un certo livello dei prezzi per un dato reddito reale determinato sul mercato dei beni) sarebbe assicurata in caso di elevata stabilità della domanda di moneta
- **La quantità ottima di moneta si può ottenere stabilendo un tasso di espansione dell'offerta di moneta tale da portare a zero il tasso di interesse nominale o ad un livello molto basso** e comunque tale che non esistano altre attività con rendimento strettamente positivo, tali da rendere la moneta una scelta irrazionale in quanto attività dominata nei tassi di rendimento. Se il tasso di interesse reale è positivo e indipendente dalla politica monetaria, l'equazione di Fisher implica che occorre ridurre l'inflazione pari appunto al tasso di interesse reale per annullare il tasso di interesse nominale. In pratica i monetaristi ritengono accettabile fissare una regola di espansione costante e contenuta dell'offerta di moneta, finalizzata a finanziare nel tempo lo sviluppo dell'economia senza produrre variazioni eccessive del livello dei prezzi

Obiettivi intermedi come aggregati monetari

- **L'esempio più emblematico di regime *monetary targeting* è la politica monetaria tedesca.** La Bundesbank è stata la prima banca centrale ad adottare un obiettivo in termini di crescita di moneta, nel 1974.
- **Nel caso della Germania, fino al 1989 l'obiettivo era la Base Monetaria per poi passare all'aggregato più ampio M3.** In entrambi i casi spesso non sono stati assegnati singoli valori per i tassi di crescita della variabile obiettivo bensì bande di valori ritenute coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi
- **La Bundesbank ha più volte sottolineato che l'annuncio dell'obiettivo intermedio monetario dovesse considerarsi utile soprattutto come riferimento di medio termine e per coordinare le aspettative degli operatori.** Tuttavia non questo obiettivo non deve rappresentare un vincolo all'intervento se si verificassero shocks che pregiudicano l'obiettivo finale del controllo dell'inflazione. Il passaggio da un obiettivo quantitativo ristretto ad uno molto più ampio è stato deciso a seguito della consistente riduzione dell'inflazione alla metà degli anni 80, che spinse molti operatori tedeschi a espandere la loro detenzione di base monetaria e induceva il rischio di scostamenti troppo evidenti dagli obiettivi target annunciati

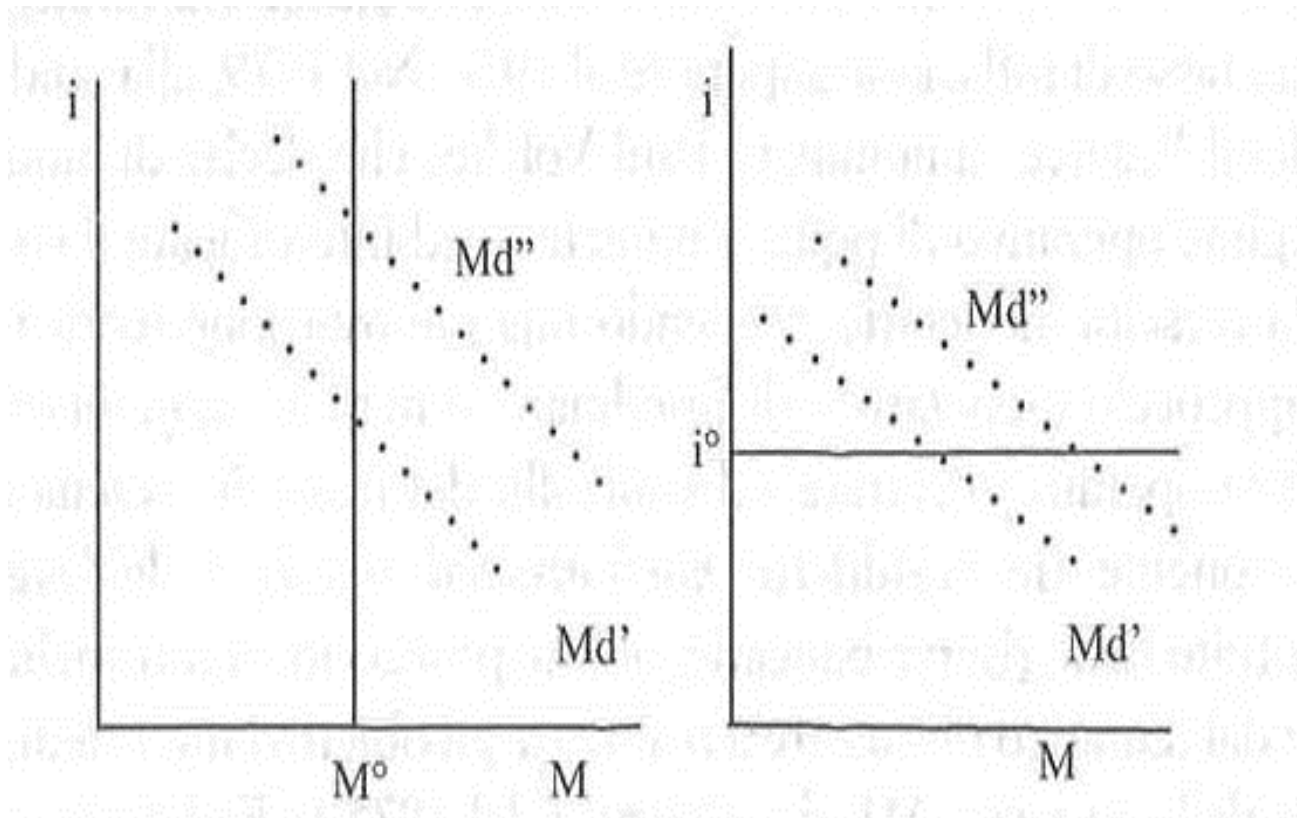
Obiettivi intermedi come aggregati monetari

- **L'utilizzo di target monetari è stato gradualmente abbandonato a partire dalla metà degli anni 80 soprattutto per l'indebolimento della relazione esistente tra quantità di moneta e obiettivi finali di policy** causato dalla innovazione tecnologica e finanziaria e dalla liberalizzazione dei mercati che ha reso più instabile la domanda di moneta soprattutto nei paesi finanziariamente più sviluppati
- **Se l'obiettivo intermedio è espresso come tasso di interesse nominale a breve termine, la politica monetaria ha un effetto immediato sul tasso di interesse reale a breve, supposti i prezzi costanti, e sui tassi a lungo termine**, comportando così una modifica nella composizione dei portafogli tra attività finanziarie e attività reali e producendo quindi effetti sugli investimenti, il reddito e l'occupazione
- **Nel tempo, il meccanismo di aggiustamento dei prezzi implica che si ritorni ad una condizione di equilibrio delle variabili reali e gli unici effetti prodotti sono sulle variabili nominali.** Tuttavia, le variazioni sul reddito e sull'inflazione possono indurre una variazione del tasso di interesse, se la politica monetaria segue una regola di tasso implicita in una funzione di reazione (come la regola di Taylor che richiede variazioni nel tasso di policy in funzione degli scostamenti dell'output dal suo valore potenziale e dell'inflazione dal suo valore target)

Obiettivi intermedi come tasso di interesse

- **Il controllo del tasso di interesse consente di neutralizzare shock di natura finanziaria.** Una banca centrale che ha fatto molto ricorso al targeting dei tassi di interesse è la Federal Reserve degli USA. **Il controllo di aggregato monetario consente di azzerare shock di natura reale**
- **La scelta di quale variabile intermedia utilizzare (tasso o moneta) dipende dalla prevalenza di disturbi (shock) di natura finanziaria o reale**
- **Se si guarda al mercato monetario, la scelta di stabilizzare una variabile implica necessariamente di accettare le oscillazioni nell'altra.** Se si considera una domanda di moneta negativamente inclinata e soggetta a disturbi stocastici, il conseguimento dello stock di moneta determinerà la domanda di moneta effettiva (ex post) all'interno di una banda di indicata dalle due curve M_d' e M_d'' . Le autorità, prima di decidere la quantità di moneta in circolazione, sanno soltanto che la domanda di moneta sarà all'interno di questa banda. Se decidono di stabilizzare la quantità di moneta M , allora necessariamente dovranno accettare che il tasso di interesse risulti determinato dalla variazione della domanda di moneta causata dal disturbo stocastico. Se invece fissano un certo livello del tasso di interesse (ad esempio i^0) dovranno adattare agli shock di domanda di moneta opportuni aggiustamenti nell'offerta di moneta

Obiettivi intermedi: moneta o tasso di interesse?



Il regime di *Inflation Targeting*

- **Negli anni 90 i regimi di politica monetaria di molti paesi hanno abbandonato l'uso di obiettivi intermedi preferendo obiettivi finali ed espliciti in termini di inflazione .** Ad esempio la Nuova Zelanda, il Canada, la Gran Bretagna e la Svezia hanno adottato tra i primi uno schema di politica monetaria centrato su una strategia di *inflation targeting*
- **L'adozione di un regime di inflation targeting si basa su diverse motivazioni:**
 1. Necessità di un'ancora nominale (Canada)
 2. Impossibilità di continuare a mantenere una parità di cambio (Svezia e Finlandia)
 3. Insoddisfazione verso il *targeting* monetario (Gran Bretagna e Nuova Zelanda)
- **L'adozione di un regime di inflation targeting non esclude che si annuncino e perseguino anche obiettivi intermedi monetari o di tassi di cambio**
- **La differenza tra i due approcci di targeting (monetary e inflation) è che un paese con un target di inflazione assegna alle variabili intermedie solo un ruolo di politica monetaria, laddove un paese con un obiettivo in termini di crescita monetaria si affida pienamente alla stabilità della relazione moneta-prezzi**

Il regime di *Inflation Targeting*

- **Il regime di *inflation targeting* si fonda sui seguenti principi:**
 1. L'obiettivo finale di policy deve essere la stabilità del potere di acquisto della moneta
 2. La banca centrale deve essere resa totalmente indipendente nella scelta degli strumenti da utilizzare per raggiungere l'obiettivo
 3. La banca centrale deve agire in modo trasparente e totalmente responsabile del successo o del fallimento delle proprie azioni di politica monetaria
- **Grazie al regime di *inflation targeting* si risolve il problema di incoerenza temporale caratteristico della politica monetaria.** Questo regime prevede che venga stipulato un contratto tra il governo (o parlamento) e la banca centrale e si predispongano incentivi (e sanzioni) per realizzarlo. Il contratto consente di eliminare il *bias* inflazionistico tipico della politica monetaria discrezionale, mantenendo tuttavia la flessibilità negli strumenti di politica necessari a reagire alle fluttuazioni cicliche . In altre parole si eliminerebbe il trade-off tra credibilità (di una regola) e flessibilità (tipica di una politica discrezionale). La credibilità è affidata al mandato assegnato ex-ante alla banca centrale dal governo relativamente al perseguimento di un determinato obiettivo in termini di inflazione. La flessibilità è associata alla totale indipendenza della banca centrale per ciò che attiene alla scelta degli strumenti da utilizzare

Il regime di *Inflation Targeting*

- **L'obiettivo della stabilità dei prezzi si può manifestare in modo differente a seconda che esso stesso sia espresso in termini di livello generale dei prezzi (ad esempio mediante un indice dei prezzi) o di tasso di inflazione**
- **Se l'obiettivo finale è il tasso di inflazione, le autorità di politica monetaria intendono ridurre i costi dell'inflazione** i cosiddetti “shoe leather costs” e “menu costs” senza che ciò richieda necessariamente di azzerare il tasso di inflazione

Regime monetario della Nuova Zelanda

- **Il Bank Act del 1989 stabilisce che l'unico obiettivo della politica monetaria è la stabilità dei prezzi**
- **Questo obiettivo è reso esplicito mediante accordi periodici tra il Ministero delle Finanze e il Governatore della banca centrale.** Se l'obiettivo non viene raggiunto, il Governatore può decadere dall'incarico e quindi il suo operato è rigidamente vincolato da una regola in termini di obiettivo finale
- **Negli accordi periodici con il Governo sono esplicitamente previsti i casi in cui è consentita la deviazione dall'obiettivo,** ad esempio la presenza di rilevanti shocks esterni e non controllabili sulla ragione di scambio o sulle imposte indirette o di eccezionali disastri naturali e demografici
- **La banca centrale deve rispettare degli obblighi di trasparenza e responsabilità; infatti, annualmente la banca centrale deve redigere un rapporto di politica monetaria ed il Parlamento valuterà ogni sei mesi il suo operato**

Regime monetario della Nuova Zelanda

- **Il contratto tra governo e banca centrale ha sia pregi che difetti**
- **Tra i pregi l'eliminazione del ruolo dell'asimmetria informativa tra banca centrale e sistema economico**
- **Tra i difetti l'assenza di qualsiasi riferimento in termini di output di produzione nella gestione della politica monetaria e l'incertezza relativa al meccanismo di punizione ossia la decadenza del governatore.** Con riferimento a questo ultimo difetto Walsh (1995), come meccanismo di incentivazione al raggiungimento dell'obiettivo finale, ha proposto di legare la remunerazione del governatore della banca centrale all'effettivo risultato raggiunto in termini di tasso di inflazione

Obiettivi operativi della politica monetaria

- **L'obiettivo operativo costituisce il riferimento di breve e brevissimo periodo di qualsiasi intervento finalizzato alla creazione di liquidità nel sistema economico**
- **L'obiettivo operativo può essere espresso sotto forma di aggregato o di tasso di interesse**
- **Gli obiettivi operativi espressi come aggregati monetari sono lo stock di riserve bancarie totali o componenti delle riserve**
- **Gli obiettivi operativi in termini di tassi di interesse sono il pronti contro-termini, i tassi di mercato interbancario, i fed-funds rate negli USA e l'EONIA (European Overnight Interest Average) nell'Unione Monetaria Europea**
- **Gli strumenti della politica monetaria a tutte le possibili modalità con le quali la banca centrale può intervenire nei mercati finanziari e creditizi per raggiungere i suoi obiettivi.** I principali strumenti di politica monetaria sono:
 1. La **variazione dei tassi ufficiali di interesse**, gestiti direttamente dalla banca centrale, che regolano le condizioni di prestito e deposito effettuate da e verso la banca centrale
 2. Il **coefficiente di riserva obbligatoria**
 3. Le **operazioni di mercato aperto** che modificano lo stock di base monetaria dell'economia mediante la compravendita di titoli dalla banca centrale, in via definitiva o temporanea nei confronti di parti autorizzate

La politica monetaria della BCE

- **La politica monetaria della BCE adottata a partire dal 1998 e modificata successivamente nel 2003 contiene elementi sia dell'inflation che del monetary targeting.**
- **I principali elementi della politica monetaria sono:**
 1. Una definizione quantitativa dell'obiettivo finale: la stabilità dei prezzi
 2. L'analisi economica ossia la valutazione delle dinamiche inflazionistiche nell'area Euro
 3. L'analisi monetaria che stabilisce un valore di riferimento per la crescita dell'aggregato monetario M3 e ne valuta la sua crescita
- **L'analisi economica ha per oggetto di studio gli andamenti economici e finanziari correnti e rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio termine causati da tali andamenti.** Sono valutati sia variabili reali che finanziarie. In particolare gli andamenti delle componenti della domanda e offerta dei beni, la crescita economica, i tassi di interesse, i tassi di cambio, i prezzi e salari, le condizioni di finanza pubblica. Nella conduzione di tali valutazioni, la BCE utilizza anche le proiezioni basate su modelli macroeconomici utilizzate congiuntamente dalla BCE e da economisti delle BCN
- **L'analisi monetaria utilizza l'aggregato monetario M3 non come obiettivo intermedio ma come proxy della dinamica dei prezzi.** Lo scostamento dal suo valore di riferimento non causa una reazione immediata negli interventi della politica monetaria della BCE. Piuttosto questo scostamento viene analizzato: si esaminano le determinanti e le attività e le passività finanziarie che costituiscono le sue componenti e le contropartite dell'aggregato monetario, per poter quantificare i rischi per la stabilità dei prezzi impliciti negli andamenti di tale aggregato

La politica monetaria della BCE

- **Fino al 2002 il valore di riferimento di M3 era annunciato al mercato ogni anno**
- **Da maggio 2003 si da comunicazione di questo valore di riferimento soltanto quando vengono apportate delle modifiche al calcolo di questo valore. Esso stato fissato al 4,5%** e calcolato sulla base di calcoli impliciti nella Teoria Quantitativa della Moneta
- **Gli aggregati monetari utilizzati nell'area Euro sono definiti sulla base delle passività finanziarie delle Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM)** tra cui le banche centrali, le banche, i fondi di investimento sul mercato monetario
- **M1** : circolante e depositi a vista
- **M2** : M1 + depositi con scadenza fisso fino a 2 anni e depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi
- **M3**: M1 + M2 + **pronti/termine** con la clientela, le obbligazioni con scadenza entro i 2 anni, altri titoli del mercato monetario

Aggregati monetari

Strumenti	M1	M2	M3
Circolante	SI	SI	SI
Depositi in c/c	SI	SI	SI
Depositi con scadenza inferiore a 2 anni		SI	SI
Depositi rimborsabili con preavviso inferiore a 3 mesi		SI	SI
Pronti-contro termine con la clientela			SI
Obbligazioni con scadenza inferiore a 2 anni			SI
Quote di Fondi di Investimento sul Mercato Monetario			SI

Strategie e strumenti della politica monetaria della BCE

- **La BCE per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi utilizza strategie ed un assetto organizzativo composto da strumenti e procedure**
- **Le strategie determinano il livello dei tassi di interesse coerenti con l'obiettivo della stabilità dei prezzi nel medio/lungo termine**
- **L'assetto organizzativo/operativo è finalizzato al raggiungimento del livello dei tassi di interesse individuato dalle strategie**
- **La BCE non ha fissato un unico obiettivo operativo. Mentre l'obiettivo intermedio era unico gli obiettivi operativi si potevano manifestare in diversi modi.** Fino al 2003, la BCE aveva definito il tasso di crescita dell'aggregato monetario M3 come un obiettivo intermedio quantitativo mentre obiettivi operativi erano il monitoraggio dello stock di riserve e dei tassi interbancari overnight o dei tassi di interesse a breve scadenza
- **Gli strumenti a disposizione della BCE per l'attuazione di interventi di politica monetaria sono:** operazioni di mercato aperto, operazioni su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria

Strumenti della BCE: operazioni di mercato aperto

- Le operazioni di mercato possono essere sia a tasso fisso che a tasso variabile
- **Possono distinguersi le seguenti tipologie:**
 1. Operazioni di rifinanziamento in primis i pronti contro termine a breve termine (7 giorni), con una frequenza settimanale e che sono regolate mediante meccanismo ad asta. («*pronti contro termine (PCT o p/t) sono contratti nei quali un venditore (generalmente una banca) cede in cambio di denaro un certo numero di titoli a un acquirente (con consegna immediata, quindi "a pronti") e si impegna, nello stesso momento, a riacquistarli dallo stesso acquirente a un prezzo (in genere più alto) e ad una data predeterminata (la consegna è nel futuro quindi il contratto è "a termine"). L'operazione consiste, quindi, in un prestito di denaro da parte dell'acquirente e un prestito di titoli da parte del venditore*» Fonte: *Wikipedia*)
 2. Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: pronti contro termine a tre mesi, con una frequenza mensile e regolate mediante meccanismo ad asta
 3. Operazioni di mercato aperto o di fine tuning: sia definitive che temporanee, di creazione di liquidità (o di assorbimenti/distruzione), non hanno una frequenza regolare e sono regolate oltre che con meccanismo ad asta anche sulla base di procedure bilaterali. Un esempio sono gli swaps in valuta («*un accordo tra due banche centrali per lo scambio delle rispettive valute. Consente a una banca centrale di ottenere liquidità in valuta estera (in genere per soddisfare il fabbisogno delle banche commerciali del proprio paese) presso la banca centrale che emette tale valuta. La linea di swap con la Federal Reserve permette, ad esempio, alla BCE e alle banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'area dell'euro (Eurosistema) di ricevere importi in dollari statunitensi in cambio del loro controvalore in euro*» Fonte: *European Central Bank*).

Operazioni di mercato aperto

- **Se le operazioni sono a tasso fisso la BCE decide simultaneamente sia la quantità di finanziamento che il prezzo di erogazione del prestito** (che dipende negativamente dal tasso di interesse)
- **L'assegnazione del prestito avviene con riparto proporzionale effettuato sulle singole richieste presentate, in caso di eccesso di domanda.** Le banche devono stimare il livello complessivo massimo della domanda di prestito e richiedere appositi fondi in modo tale da riuscire sulla base del riparto ad ottenere i fondi di cui necessitano. Ad esempio se una banca desidera ottenere un prestito di 1 milione di euro ed il coefficiente di riparto è il 5%, dovrà formulare una domanda di finanziamento pari a 20 volte l'ammontare necessario
- **Se le operazioni sono a tasso variabile, la banca centrale decide soltanto l'ammontare del finanziamento. La concorrenza tra le banche per aggiudicarsi il finanziamento avviene sulla base del prezzo del prestito (ossia del tasso di interesse) e non sulla previsione corretta della domanda complessiva di fondi.** Ogni banca formulerà una domanda di fondi esplicitando il tasso che è disposta a pagare. Al termine dell'asta le domande di finanziamento saranno ordinate in modo decrescente in base ai tassi offerti. Le banche che hanno offerto tassi di interesse più elevati saranno le prime ad essere soddisfatte.

Operazioni di mercato aperto

- Il **tasso marginale di interesse** è quel livello di tasso che uguaglia la domanda cumulata di fondi e la quantità di finanziamento offerto
- **Il calcolo di questo tasso può avvenire facendo la media ponderata dei tassi pagati dalle varie banche concorrenti assumendo come pesi le singole quantità di finanziamento richieste**
- **È possibile che la BCE adotti operazioni di tipo strutturale per modificare in modo permanente la posizione del SEBC nei confronti del sistema bancario attraverso l'acquisto e la vendita di titoli o l'emissione di certificati di debito**

Strumenti della BCE: Operazioni di rifinanziamento

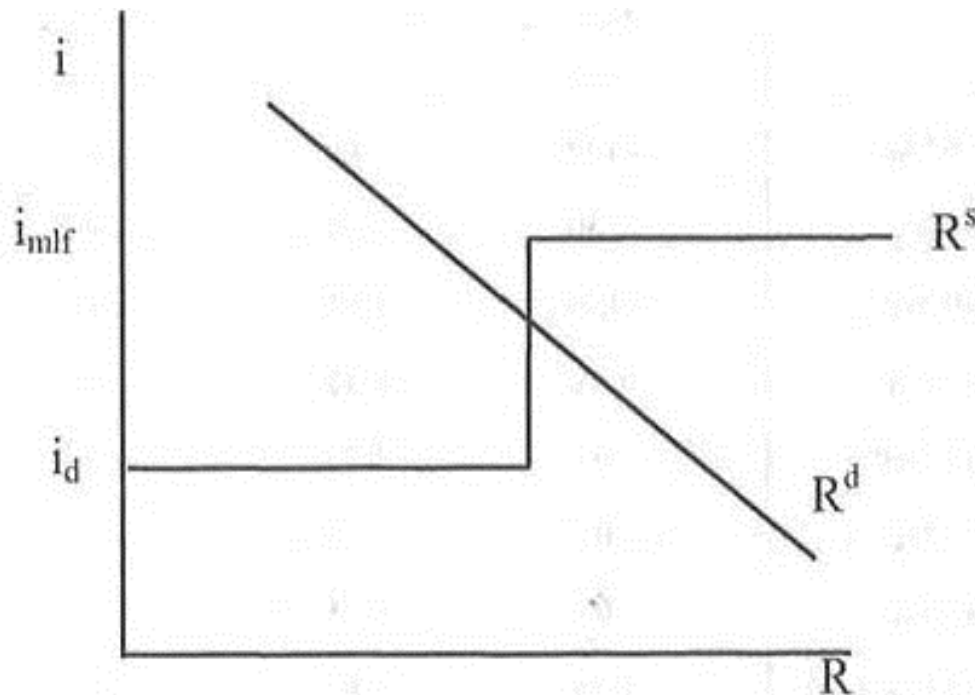
- **A partire da giugno 2000, la BCE ha utilizzato, molto di frequente, i pronti contro termine a tasso variabile**
- **La crisi finanziaria del 2007/2008 e la crisi dei debiti sovrani hanno costretto la BCE ad adottare interventi eccezionali (non convenzionali) di politica monetaria per garantire una totale copertura della domanda di liquidità da parte del settore bancario**
- Alcuni esempi di misure non convenzionali di politica monetaria sono **operazioni straordinarie di rifinanziamento a tasso fisso con scadenza oltre i 3 mesi (6-12 mesi)** che soddisfano totalmente la domanda di finanziamento. A garanzia di tali finanziamenti la BCE ha richiesto un quantitativo di titoli maggiore del normale di securities; altre **operazioni con scadenza triennale «Long Term Refinancing Operations (LTRO)»** che hanno fornito liquidità per oltre mille miliardi di euro alle banche dell'area Euro. Poco prima dell'adozione del programma di *Quantitative easing*, avviato a marzo 2015, sono state lanciate speciali LTRO destinate esclusivamente alle banche dell'area Euro in grado di dimostrare una crescita dei propri impieghi

Operazioni di rifinanziamento

- **Nell'area Euro sono state effettuate delle *standing facilities* e *deposit facility***
- **Le *standing facilities*** ossia anticipazioni o rifinanziamento marginale che soddisfano il bisogno di liquidità overnight delle banche, potenzialmente in ammontare illimitato, ad un prefissato tasso di interesse (generalmente più elevato di quello di mercato) in cambio di titoli a garanzia
- Le ***deposit facility*** consentono alle banche di far fruttare la liquidità giornaliera (overnight) in eccesso ad un tasso garantito minimo
- **Il tasso di interesse giornaliero (overnight) quindi oscillerà all'interno di questo corridoio costituito dai due tassi sulle *standing facilities* e sui *deposit facility* riflettendo gli equilibri tra domanda ed offerta di liquidità**
- *«Il tasso overnight (lett. "da un giorno all'altro") è il tasso al quale le banche prestano denaro per la durata massima di 24 ore attraverso depositi overnight. Fonte Wikipedia»*

Strumenti della BCE: Operazioni di rifinanziamento

- Il grafico seguente rappresenta il funzionamento del mercato delle standing facilities in condizioni normali caratterizzate da tassi di interesse positivi dove :
 1. i_{mlf} : tasso ufficiale di rifinanziamento marginale
 2. i_d : tasso sui depositi presso la banca centrale



Strumenti della BCE: Operazioni di rifinanziamento

- **La crisi dei debiti sovrani ha portato dei tassi di interesse negativi sia quello sui depositi che il tasso di rifinanziamento**
- **Il tasso di equilibrio a breve termine è determinato interamente dalla domanda di liquidità bancaria entro il range di variazione consentito ($i_{mlf} - i_d$).** La banca centrale può spingere verso l'alto o verso il basso il tasso di interesse sia mediante interventi sulla quantità di moneta in circolazione a seguito di operazioni di mercato aperto e pronti contro termine, sia con interventi sul tasso di interesse nel caso di operazioni a tasso fisso
- La BCE ha spesso modificato l'ampiezza e la posizione del corridoio dei tassi, passando gradualmente nel tempo da un corridoio molto ampio (200 basis points) ad uno limitato (50-75 basis points)
- **La banca centrale è in grado di controllare il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento interbancario e quindi tenendo sotto controllo la volatilità dei tassi di interesse a breve (overnight)**

Strumenti della BCE: riserva obbligatoria

- **Questo strumento assolve a due funzioni fondamentali:** 1) *Stabilizzazione dei tassi di interesse di mercato monetario* e 2) *Creazione o ampliamento di un deficit strutturale di liquidità del sistema bancario*
- **La prima funzione è garantita poiché l'obbligo di riserva è calcolato sulla media dei saldi giornalieri nel periodo di mantenimento di questo obbligo.** In questo modo le banche riescono a soddisfare bisogni giornalieri di liquidità attingendo a parte della riserva dovuta alla banca centrale e successivamente controbilanciando questo utilizzo nello stesso periodo di mantenimento. In particolare, le banche sono incentivate a impiegare le riserve sul mercato per concedere prestiti se i tassi a breve termine correnti sono superiori a quelli attesi per la restante parte del periodo di mantenimento. Se i tassi a breve correnti sono inferiori a quelli attesi, le banche vorranno prendere a prestito fondi sul mercato e mantenere una quantità di surplus di riserve
- **La possibilità di gestire i fondi di riserve a seconda dei valori dei tassi di interesse a breve rispetto a quelli attesi (arbitraggio intertemporale) da parte delle banche consente la stabilizzazione del tasso giornaliero (overnight) durante il periodo di mantenimento.** Soltanto alla fine del periodo di mantenimento, quando l'obbligo di riserva diventa più vincolante, le variazioni della liquidità causate da questo arbitraggio possono generare rilevanti oscillazioni del tasso EONIA

Strumenti della BCE: riserva obbligatoria

- «L'**Euro OverNight Index Average** (in acronimo **EONIA**), rappresenta la media ponderata dei tassi overnight applicati su tutte le operazioni di finanziamento non garantite, concluse sul mercato interbancario dalle principali banche europee ed è prezzato da due giorni fino a due anni. È uno dei due benchmark utilizzati per il mercato monetario e di capitali nell'euro zone (Euribor). Il benchmark Eonia era il 2.6% il 15 giugno 2006, due anni dopo, il 5 giugno 2008, è pari al 4%. Questo tipo di prodotto è legato ai futures e ad un tasso di deposito; all'aumentare del valore dei futures il tasso di deposito diminuisce e viceversa. L'Eonia è composto da un tasso fisso ed uno variabile: quello fisso è un costo che viene pagato all'inizio dell'operazione, mentre alla fine del periodo concordato fra le controparti, viene eseguito un netting dei tassi variabili. Come conseguenza della crisi dei mutui subprime lo spread tra il Bid e l'Ask si è allargato notevolmente perché tra le banche non c'è più fido. Fonte: Wikipedia»

Strumenti della BCE: riserva obbligatoria

- **Il coefficiente di riserva obbligatoria è stato fissato inizialmente al 2% per poi essere dimezzato nel 2011**
- **Questo coefficiente è calcolato sulle passività delle istituzioni creditizie** ossia i depositi a vista e rimborsabili con preavviso o con scadenza fino a due anni, i titoli di debito e del mercato monetario con scadenza fino a 2 anni. Non rientrano nella base del calcolo le passività nei confronti del SEBC e di altre istituzioni soggetta a riserva obbligatoria del SEBC. Attualmente si applica un'aliquota nulla sui depositi e titoli con scadenza superiore a 2 anni e pronti contro termine con la clientela
- **Il calcolo dello stock di riserve dovuta dalle banche alle banche centrali nazionali** prevede l'applicazione del coefficiente di riserva all'ammontare dell'aggregato soggetto alla fine del mese di riferimento e rilevato dalle segnalazioni statistiche inviate alle banche centrali nazionali entro il 12^o giorno lavorativo successivo all'inizio di ogni mese. È prevista una detrazione fissa di 100.000 Euro sullo stock di riserva dovuta

Strumenti della BCE: riserva obbligatoria

- **È possibile utilizzare interamente la riserva durante il periodo di mantenimento.** Le banche devono soddisfare l'obbligo della riserva soltanto in media nel periodo di mantenimento e questa media viene calcolata sui saldi contabili di fine giornata del conto di riserva
- **Gli obblighi di riserva si possono soddisfare indirettamente ricorrendo all'intervento di banche più grandi che fungono da intermediari nei confronti del SEBC**

Strumenti della BCE: riserva obbligatoria

- **La riserva obbligatoria è remunerata ad un tasso calcolato come media ponderata dei tassi delle operazioni di rifinanziamento principali effettuate nel periodo di mantenimento**
- Gli interessi sono pagati al 2° giorno lavorativo del Sistema dei Pagamenti TARGET successivo alla chiusura del periodo di mantenimento
- **Le riserve in eccesso non sono remunerate, ma possono costituire depositi overnight presso la banca centrale e remunerate al tasso ufficiale sui depositi**
- Se non si adempie all'obbligo di riserva sono previste delle sanzioni che vanno dalle semplici forme pecuniarie alla sospensione di altre operazioni di politica monetaria (operazioni di mercato aperto e operazioni di rifinanziamento)