

ECONOMIA MONETARIA

Seconda Parte

Lezione 1

Su che cos'è la moneta e su com'è nata c'è una letteratura sterminata, è un tema che occuperebbe un intero corso e che quindi non tratteremo. Per capire l'essenza del fenomeno monetario, l'elemento fondamentale è che la moneta svolge essenzialmente la funzione di unità di conto: è il mezzo con cui vengono espressi tutti i debiti ed i crediti che ci sono in un'economia e i prezzi delle varie merci, quindi è praticamente un modo di contare, è l'unità con cui vengono effettuati i conti. Questa è l'essenza fondamentale della moneta. Quindi ad esempio, dopo aver fatto i miei conto, dico che il prezzo è 8, ma qual è l'oggetto che devo trasferire per effettuare questo pagamento? E' una cosa diversa e non è detto che sia la stessa unità di conto, è un oggetto a cui corrisponde fisicamente l'unità di conto. Questa citazione del Trattato di Keynes lascia chiaramente intendere la distinzione tra le due: la moneta di conto è la PAROLA e la moneta è la cosa che corrisponde alla parola. Quindi la differenza è che la moneta è proprio l'oggetto che si deve trasferire, mentre la moneta di conto è la modalità attraverso cui vengono espressi debiti e crediti e i prezzi, questa è la fondamentale distinzione. Ovviamente, quand'è che si arriva ad un'economia monetaria vera e propria? Si entra in un'economia monetaria , non solo quando tutti i debiti e i crediti vengono contati ma quando l'utilizzo del mezzo di pagamento diventa generalizzato. Come abbiamo visto poi nella prima parte, oltre alla funzione di unità di conto, la moneta svolge anche la funzione di riserva di valore e mezzo di pagamento.

Inizialmente dato che le persone non si fidavano della moneta , questa era redimibile in oro (cosiddetta fase del GOLD STANDARD, fino alla Seconda Guerra Mondiale), successivamente tutte le monete erano redimibili in dollaro (fase del DOLLARD STANDARD: per ciascun paese la propria moneta era trasformabile in una certa quantità di dollari) che a sua volta era redimibile in oro. Tuttavia oggi la moneta non è redimibile in null'altro se non in sé stessa.

Qual è la differenza tra oro come merce e oro come moneta?

C'è una differenza fondamentale tra titoli di credito su merce e titoli di credito su moneta. Il titolo di credito su merce non può mai svolgere la funzione della merce stessa (un titolo di credito su un cavallo, non potrà mai essere cavalcato; cit Schumpeter) invece il titolo di credito su moneta, può svolgere le stesse funzioni del mezzo di scambio (cioè può fungere da mezzo di scambio, non può fungere da mezzo di pagamento perché questo si è concluso quando io ho trasferito quell'oggetto che la legge dice che serve per chiudere quel determinato contratto) : quindi può fungere da mezzo di scambio e da riserva di valore.

Aggregati Monetari

Ogni attività ha un certo grado di liquidità , tanto più un'attività è illiquida, tanto meno svolge bene la funzione monetaria. Ecco alcuni aggregati monetari che includono titoli di credito sempre più illiquidi:

1° AGGREGATO: $M_0 = BM_{EC}$: E' la base monetaria nelle mani dell'economia (famiglie/imprese)

2° AGGREGATO: $M_1 = M_0 + D_{c/c}$: Dove $D_{c/c}$ rappresentano i depositi in conto corrente (redimibili e valore nominale fisso)

3° AGGREGATO: $M_2 = M_1 + D_{VIN}$: Dove D_{VIN} sono i depositi vincolati (valore nominale fisso ma non sono immediatamente redimibili, a differenza dei depositi in conto corrente)

4° AGGREGATO: $M_3 = M_2 + TM + QM$: dove QM sono le quote monetarie cioè le quote dei fondi comuni che investono in titoli monetari e TM sono titoli di emittenti molto sicuri (titoli sovrani a brevissimo termine)

La politica monetaria è l'insieme delle attività svolte dalla banca centrale volte al controllo degli aggregati monetari e dei tassi d'interesse. La Banca Centrale può controllare la base monetaria (le sue passività) , può decidere quindi se emettere o meno base monetaria ed il tasso di interesse. Gli strumenti che servono al raggiungimento degli obiettivi finali, legati alla base monetaria, sono :

1) Obiettivi di mercato:

- Gestione base monetaria
- Gestione dei tassi di interesse

2) Obiettivi coercitivi : possono imporre alle altre banche qualcosa ->

- ROB riserva obbligatoria, cioè obbligo di detenere un po' di base monetaria
- Possono imporre massimali, cioè "oltre a ciò non puoi prestare"

Quindi ciò che è importante è che la Banca Centrale può controllare solo la base monetaria ed i suoi tassi. Gli obiettivi finali possono essere reali o monetari:

- 1) Reali : ad esempio un elevato livello di reddito e di occupazione
- 2) Monetari : ad esempio la stabilità dei prezzi e dei tassi d'interesse

Rispetto a questi obiettivi la FED ha un mandato DUALE (non c'è una priorità tra questi due obiettivi), la BCE ha un mandato GERARCHICO (l'obiettivo principale è il mantenimento della stabilità dei prezzi, per stabile si intende un tasso di inflazione che è sempre intorno al 2%, quindi non pari a 0 o negativo).

Vi sono poi due punti fondamentali che riguardano entrambi la politica monetaria

1) COSTI DELL'INFLAZIONE:

- Incertezza che riduce gli investimenti
- Costi di listino
- Restituzione dei prestiti a sfavore dei creditori (se l'inflazione aumenta, il valore nominale dei contratti non cambia e i debitori devono restituire una somma che in termini reali, ora, vale meno rispetto a quando hanno preso a prestito) e a sfavore anche dei percettori di un reddito fisso (tipicamente i lavoratori)
- Interruzione degli scambi monetari (iperinflazione)

2) Il legame tra strumenti e obiettivi finali, è incerto, poco prevedibile e ritardato; dunque, la possibilità di poter effettivamente fare una politica con questi strumenti che colpisca direttamente questi obiettivi è molto complicato. Per questo motivo le banche centrali seguono obiettivi operativi che sono facilmente osservabili e misurabili e fortemente legati agli obiettivi intermedi (questi devono essere abbastanza legati a quelli operativi e legati in maniera stabile ai finali).

STRUMENTI-> OBIETTIVI OPERATIVI-> OBIETTIVI INTERMEDI-> OBIETTIVI FINALI

Gli **obiettivi operativi** sono quelli più immediatamente vicini alla banca stessa, quindi hanno a che fare con la liquidità bancaria e i tassi del mercato monetario.

Gli **obiettivi intermedi** :

- Aggregati monetari (M_3) -> RICORDALO PERCHE' LO HANNO CHIESTO ALL'ESAME
- Tassi di interesse
- Tassi di cambio

STRUTTURA DELLE BANCA CENTRALE

Noi pensiamo sempre che il governo della moneta in Europa sia in mano alla Banca Centrale, ma sbagliamo. Il governo della moneta in Europa è in mano all'Eurosistema, il sistema europeo delle banche centrali. Abbiamo una fase di decisione ed una di attuazione della politica monetaria. La fase di decisione prevede due organi , il comitato esecutivo che gestisce l'agenda del consiglio direttivo ed il consiglio direttivo che si riunisce a Francoforte due a volte al mese e decide la politica monetaria.

Lezione 2

La base monetaria consiste nelle passività della Banca Centrale detenute dall'economia (famiglie e imprese) e dalle Banche

$$BM = BM_{EC} + BM_B$$

La base monetaria detenuta dall'Economia è una componente essenziale della domanda di moneta. Fa parte della liquidità primaria, ossia dei mezzi di pagamento direttamente spendibili su ogni mercato. Pertanto, è il contante che rientra nella definizione di M1, l'aggregato monetario più ristretto di moneta che comprende anche i depositi bancari in conto corrente, visto prima. La domanda di base monetaria da parte dell'economia è la componente più liquida della ricchezza finanziaria lorda posseduta dall'Economia.

Ecco quali sono i fattori che influenzano la domanda di BM dell'Economia:

$$BM_{EC} = f \left(\underset{-}{i_D}, \underset{-}{r_{TM}}, \underset{+}{\sigma_{TM}}, \underset{-}{r_{TRG}}, \underset{+}{\sigma_{TRG}}, \underset{+}{Y}, \underset{-}{P^a}, \underset{+}{b}, \underset{-}{IT}, \underset{+}{R} \right) RFL_{EC}$$

RFL_D = ricchezza finanziaria lorda

(-) negativamente

i_D = tasso sui depositi bancari

r_{TM} = rendimento titoli monetari

r_{TRG} = rendimento titoli a reddito garantito

P^a = prezzi attesi (inflazione, deflazione)

IT = innovazioni nei sistemi di pagamento

(+) positivamente

σ_{TM} = rischiosità titoli monetari

σ_{TRG} = rischiosità titoli a reddito garantito

Y = reddito aggregato

b = costi di transazione nei mercati finanziari

R = rischio di illiquidità delle banche

La domanda di base monetaria da parte delle banche è il risultato dei rapporti che le banche intrattengono con la Banca Centrale, dalla quale ottengono l'approvvigionamento primario della BM, e con gli altri operatori del sistema economico, ai quali allocano la base monetaria attraverso i mercati di credito e dai quali la recuperano attraverso il mercato dei depositi.

$$BM_B = ROB + RL + Df + C_B$$

Dove $ROB + RL$ è la liquidità bancaria

$$BM_B = \underbrace{ROB + RL}_{LB} + Df + C_B$$

ROB = riserve obbligatorie

RL = riserve libere

Df = depositi overnight presso la BCE

C_B = circolante in possesso delle banche

Come entra/esce la base monetaria nel/dal sistema? Non può che entrare attraverso un'operazione d'acquisto, ed esce o perché le banche restituiscono il prestito o perché la banca centrale vende i titoli finanziari

Riserve obbligatorie

Il regime di riserva obbligatoria è applicato alle banche in proporzione alla raccolta dei depositi. Sono una frazione K dei depositi, $ROB = KD$, dove il coefficiente k rientra nell'intervallo $0 \leq k \leq 1$. La necessità di utilizzare questo strumento senza escludere i due estremi $k=1$ e $k=0$, è stata però, oggetto di ampi dibattiti. Al momento in Europa $k=1\%$. La funzione principale delle Rob è limitare la rischiosità delle banche quindi è uno strumento di garanzia (per i depositanti) e di controllo. Se $k=100\%$ le banche diventerebbero dei "guardaroba".

Il nuovo sistema di riserva obbligatoria ha due caratteristiche fondamentali, è :

- Mobilizzabile : mentre in passato le banche dovevano detenere una certa quantità di riserve tutti i giorni , ora all'interno del periodo di mantenimento le banche possono investire in tutto o in parte le proprie riserve obbligatorie purchè alla fine del periodo, detengano una certa quantità , quindi verso le fine del periodo di

mantenimento, sono comunque obbligate a detenere una certa quantità . Questo è un grande vantaggio per le banche, che infatti durante il periodo possono attivare la propria riserva obbligatoria, purchè rispettino il vincolo :

$$ROB_{T_m} = kD_{-1} - 100.000 \leq H_{T_m} = \frac{\sum_{t=1}^{T_m} H_t}{T_m}$$

- H_t sono le somme depositate presso la BCN di riferimento a titolo di riserva obbligatoria
 - T_m è il periodo di mantenimento fissato dalla BCE a inizio anno (circa 45 giorni)
 - D_{-1} è l'aggregato sottoposto a riserva (depositi a vista, depositi vincolati < 2 anni, titoli monetari emessi dalle banche con scadenza < 2 anni) calcolato l'ultimo giorno del mese solare precedente al periodo di mantenimento indicato dalla BCE
- Remunerabile : la riserva obbligatoria è remunerata, a fine periodo. E' remunerata ad un tasso di interesse calcolato come la media dei tassi sulle operazioni di finanziamento principale.

Tasso della ROB:

$$r_t = \frac{\sum_{t=1}^{T_m} i_{RP_t}}{T_m}$$

Rendimento della ROB:

$$R_t = \frac{H_{T_m} \times T_m \times r_r}{100 \times 360}$$

Riserve libere

$$RL = f \left(\underset{+}{i_{RL}}, \underset{-}{i_{RP}}, \underset{-}{i_{IB}}, \underset{-}{i_{Df}}, \underset{+}{i_{RP}^a}, \underset{+}{i_{IB}^a}, \underset{+}{i_{Df}^a}, \underset{-}{i_{Pr}}, \underset{-}{r_{AF}}, \underset{+}{\sigma_{AF}}, \underset{+}{b}, \underset{+}{R} \right) D$$

(-) negativamente

i_{RP} = tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

i_{IB} = tasso di interesse sul mercato interbancario

i_{RP} = tasso sui depositi marginali (*overnight*)

i_{Pr} = tasso sui prestiti

r_{AF} = rendimento attività finanziarie alternative

(+) positivamente

i_{RL} = tasso di remunerazione delle riserve libere

i_{RP}^a = aspettative tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento

i_{IB}^a = aspettative tasso di interesse sul mercato interbancario

i_{RP}^a = aspettative tasso sui depositi marginali (*overnight*)

σ_{AF} = rischiosità attività finanziarie alternative

b = costi di transazione nei mercati finanziari e interbancari

R = rischi di illiquidità e di controparte

Offerta di base monetaria

Movimentando il proprio bilancio, la BCN mette in atto su scala nazionale le operazioni di politica monetaria concordate nella sede della BCE.

La quantità di base monetaria offerta in un Paese membro è la somma algebrica di canali interni ed esterni

$$BM = BMI + BME$$

I canali interni risultano dalle operazioni che intercorrono tra la BCN e le sue controparti nazionali che danno luogo all'immissione di base monetaria attraverso acquisizioni temporanee o definitive di titoli monetari TM ed obbligazioni (TRG) e mediante finanziamenti marginali overnight (FM_g) e mediante depositi nel conto di tesoreria (TES_{PA}).

La BCN detiene il conto disponibilità del tesoro per il servizio di tesoreria dove sono regolate le operazioni svolte dalla Banca per conto dello Stato. Quando vengono pagate le tasse il conto tesoreria AUMENTA e contemporaneamente si RIDUCE la BM in circolazione. Non appena la PA attinge al proprio conto per finanziare la spesa pubblica, la BM viene rimessa in circolazione.

Quindi :

$$BMI = TM_{BC} + TRG_{BC} + FMg - (DTD_B + TES_{PA})$$

I canali esterni sono due:

$$BME = T2 + eRU$$

Riguardanti rispettivamente la posizione nei confronti dell'Unione monetaria europea e del resto del mondo. Più precisamente:

T2= riguarda la posizione della BCN nei confronti dell'unione monetaria europea (UME), cioè riguarda gli scambi in euro con gli altri paesi membri dell'UME. Infatti il canale esterno intra UME per un singolo paese membro viene misurato in buona approssimazione dal valore netto dei pagamenti registrati nel sistema TARGET2. I pagamenti avvengono mediante bonifici internazionali che danno luogo a un trasferimento di liquidità dalla banca dell'acquirente alla banca del venditore, che coinvolge le rispettive banche centrali e la BCE. Il pagamento tramite bonifico viene registrato contestualmente nei depositi D dei due contraenti, nei conti di gestione di ciascuna banca presso le rispettive BCN e nel conto che a sua volta la BCN ha presso la BCE. E' evidente quindi che i saldi T2 si compensano.

RU= riguarda la posizione della BCN nei confronti del resto del mondo , cioè riguarda gli scambi con il resto del mondo che avvengono con valute diverse. Il valore delle riserve ufficiali RU viene espresso in dollari e viene convertito in euro moltiplicandolo per il tasso di cambio nominale e , dato dal rapporto euro/dollaro.

Lezione 3

Gli strumenti convenzionali della politica monetaria

Abbiamo detto che la liquidità bancaria svolge un ruolo chiave perché:

- È la fonte originaria di creazione e distruzione della base monetaria, essendo l'unico canale attraverso il quale viene immessa BM nel sistema movimentando i conti correnti di gestione delle banche presso la Banca centrale;
- È il primo anello del processo di **trasmissione della politica monetaria**

Gli strumenti della politica monetaria sono principalmente 3:

1. Le operazioni di mercato aperto
2. Le operazioni su iniziativa delle controparti
3. Il regime di riserva obbligatoria, che rappresenta l'unico vincolo di natura amministrativa imposto alle banche per contribuire a stabilizzare il fabbisogno di liquidità

LE OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Sono svolte su iniziativa della BCE e attuate tramite le BCN. E possono essere temporanee e definitive.

- Operazioni di mercato aperto temporanee : svolgono principalmente il compito di immettere liquidità bancaria in cambio di titoli ceduti a garanzia dalle banche. L'aggiudicazione della liquidità avviene su base d'asta e con contratti temporanei di vendita a pronti e riacquisto a termine. A loro volta si distinguono in operazioni di rifinanziamento principale (RP) ,operazioni di rifinanziamento a lungo termine (RLT) ed operazioni di fine tuning (FT) e di tipo strutturale (OS) . **Le operazioni di rifinanziamento principale:** sono operazioni rinnovate di settimana in settimana e sono regolate con aste standard con quantità fissa e senza limite di aggiudicazione nelle quali la BCE stabilisce il tasso minimo i_{RP}^* . Questo rappresenta il principale tasso ufficiale di riferimento per trasmettere i segnali della politica monetaria e una volta al mese il consiglio direttivo della BCE decide se variarlo o meno. **Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine:** vengono svolte a cadenza mensile, con contratti pronti contro termine trimestrali in modo che la liquidità rimanga in modo più permanente nel sistema, tramite asta a quantità fissa e a tasso variabile.