

Seconda lezione

L'angolo oscuro: la politica monetaria in tempi normali

It is in this relatively unglamorous and often obscure corner of the financial markets that the ultimate source of the central banks' power to influence economic activity resides. (Borio 1997, p. 14).

Esistono ancora tempi normali? Il periodo precedente alla crisi del 2008 in cui le economie sembravano procedere ordinate fu definito "new normal", e invece la crisi covava sotto la cenere. La sequenza di quella che fu definita la seconda grande crisi e della recente pandemia sembra aver reso normale l'anormalità anche se c'è chi, specie nell'eurozona, scalpita per un ritorno alla disciplina monetaria e fiscale. In questa lezione tratteremo del funzionamento della politica monetaria in tempi normali, e nella prossima delle politiche non convenzionali adottate dal 2008. La nostra trattazione sarà in un certo senso neutrale, nel senso che la politica monetaria "normale" potrà essere declinata in senso Keynesiano o liberista quali strategie alternative su come realizzare il pieno impiego. Sulle teorie che stanno dietro questi due opposti punti di vista torneremo nelle lezioni quarta e quinta.

Nella lezione precedente ci siamo lasciati con la visione endogena della moneta, l'idea che, dato il tasso di interesse fissato dalla banca centrale, le banche creino credito su richiesta di famiglie e imprese, a patto che queste siano affidabili, e purché la banca abbia un sufficiente capitale proprio. L'ammontare di riserve disponibili non costituisce invece un ostacolo alla creazione di credito e relativi depositi. Dato il tasso dell'interesse deciso dalla banca centrale, sarà invece la domanda di credito da parte dell'economia che determinerà l'ammontare di riserve bancarie create dalla banca centrale. Vedremo più avanti che è la conduzione ordinate della politica monetaria che costringerà la banca centrale a soddisfare la richiesta di riserve da parte delle banche commerciali.

Posso ripetere prof? Il tasso di interesse deciso dalla banca centrale influenza i tassi praticati dalle banche nel concedere credito alla clientela. Dati i tassi prevalenti, famiglie e imprese decidono la quantità di credito domandata, e la quantità di prestiti accordata determina a sua volta i depositi creati e quindi le riserve domandate alla banca centrale. Ora lei ci spiegherà perché la banca centrale sarà sempre accomodante. Sì, ma non solo, perché questo è preliminare a spiegarvi come funziona la politica monetaria, il mestiere di Draghi, insomma.

2.1. A cosa servono le riserve

Vedremo che la banca centrale asseconda sempre la richiesta di riserve che le banche esprimono, dato il tasso di interesse obiettivo fissato dalla medesima banca centrale. Per questo motivo la disponibilità di riserve non è di ostacolo per una banca nel creare credito a clienti meritevoli. Sono piuttosto di ostacolo, come s'è visto, la prudenza nell'accordare crediti, una sufficiente raccolta di fondi che non mini la profittabilità dell'attività creditizia e il rispetto del "capital requirement". Il ruolo delle riserve nella politica monetaria non è dunque quello di limitare l'espansione del credito, bensì un altro: *le riserve svolgono una funzione essenziale nel sistema dei pagamenti interbancario, e in questo senso sono una risorsa essenziale per le banche anche in assenza di riserve obbligatorie. La necessità di riserve consente alla banca centrale, in quanto monopolista nella loro offerta, di fissarne il prezzo, cioè il tasso di interesse a cui renderle disponibili alle banche.* L'esistenza di una riserva obbligatoria non è tanto funzionale a un'ulteriore garanzia per i depositanti oltre le riserve libere – garanzia svolta dalla banca centrale come prestatrice di ultima istanza per le banche solvibili, dal capitale proprio e dalla regolamentazione prudenziale - quanto di rafforzare la necessità di riserve e il potere di monopolio della banca centrale, sì da consentire un funzionamento più elastico della politica monetaria, come vedremo.

In sintesi, la Banca centrale fornisce al sistema bancario le riserve che questo richiede al tasso di interesse obiettivo da essa fissato – la quantità di moneta è endogena. Nella visione tradizionale, invece, la banca centrale fissa sia la liquidità fornita al sistema bancario che il suo prezzo, dettando così quantità e condizioni del credito – la moneta è esogena. *Insomma prof, se capisco bene la moderna politica monetaria riguarda la determinazione del tasso di interesse e non della quantità di moneta che, al tasso deciso dalla banca centrale, è determinata dal mercato.* Sì, ma in verità è stato sempre così, anche se soprattutto il monetarismo, l'ala più conservatrice del marginalismo, ha creato molta confusione soprattutto nei decenni 1970 e 1980 - ma anche la teoria di Keynes ci ha messo del suo.

Oggi le idee sul funzionamento operativo della politica monetaria sono infatti più chiare che solo pochi decenni fa. Leggendo Ulrich Bindseil (2004, 2014) si percepisce la faticosa evoluzione nella messa a punto della moderna visione, con notevoli passi indietro in alcuni decenni dello scorso secolo rispetto al XIX° secolo, dovuti in particolare al prevalere della teoria quantitativa della moneta, del monetarismo, ma anche con delle responsabilità della teoria monetaria keynesiana.

Chapeau alla BCE che è stata allestita secondo una impostazione moderna - non in riferimento all'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, ahinoi una scelta *politica* monetarista, ma al funzionamento operativo della Banca.

2.1. Obiettivi finali e immediati, e strumenti operativi della politica monetaria

Questa sezione potrebbe risultare un po' noiosa perché piena di definizioni. Un libro deve educare intrattenendo. Però talvolta è inevitabile essere un po' pedanti. Me ne scuserete, per aspera astra.

Combinando varie classificazioni circa la sequenza attuativa della politica monetaria, distinguiamo fra: *obiettivi finali, trasmissione, obiettivi operativi, strumenti operativi, strategia e decisioni di politica monetaria (monetary policy strategy and stance)* (Borio 1997, p. 1; Bindseil 2004, p. 9).

Gli *obiettivi finali* sono la parte più politica e tipicamente includono la stabilità dei prezzi, la piena occupazione e la crescita; questi sono obiettivi decisi dai politici, in genere coprendosi le spalle con qualche teoria economica che giustifica il peso maggiore dato all'uno rispetto all'altro obiettivo. I politici, scrisse Keynes nella *Teoria Generale*, sono ispirati più o meno inconsapevolmente dalla teoria di qualche economista defunto parecchi anni prima.

L'*obiettivo operativo* è la variabile economica su cui la banca centrale fa leva per realizzare l'obiettivo finale, e che dunque intende controllare da vicino. L'obiettivo o target operativo informa dunque le decisioni operative della banca centrale, e serve anche a comunicare all'esterno l'orientamento di politica monetaria della banca centrale. C'è attualmente consenso che l'obiettivo operativo della banca centrale sia il tasso di interesse a breve termine nel mercato interbancario (ma per alcuni decenni è stato l'ammontare di riserve bancarie).

Gli *strumenti operativi* sono le operazioni di politica monetaria che la banca centrale impiega per influenzare l'obiettivo operativo. Tali operazioni si suddividono fra *convenzionali*, quelle normalmente impiegate e dunque oggetto di questa lezione; e *non-convenzionali* oggetto della prossima. Quindi:

obiettivi finali ← *obiettivo operativo* ← *strumenti operativi*

Fra gli obiettivi operativi e gli obiettivi finali si colloca invero la *trasmissione della politica monetaria*, i canali attraverso cui, secondo l'analisi della banca centrale, il target operativo influenza gli obiettivi finali. Un esempio di trasmissione è quella *dai* tassi a breve, controllati dalla banca centrale, *a* quelli a più lungo termine che la banca vuole influenzare, in quanto decisivi per le scelte di spesa di famiglie

e imprese. Si osservi che, comunque, gli effetti di variazioni dei tassi di interesse sull'economia sono piuttosto complessi, e anche controversi dal punto di vista teorico. *Quindi prof l'aspetto della trasmissione della politica monetaria non è unanimemente condiviso.* Direi di no. Sia gli obiettivi finali che gli effetti della politica monetaria sull'economia sono controversi. *Per esempio?* Un caso importante è l'effetto di più bassi tassi di interesse sugli investimenti privati. Positivo secondo i marginalisti, nullo secondo i keynesiani più genuini, secondo i quali gli investimenti dipendono dalla domanda attesa non dal tasso di interesse. Sono temi su cui torneremo. La sequenza a cui siamo giunti è ora:

obiettivi finali ← trasmissione ← obiettivo operativo ← strumenti operativi

La determinazione del target operativo ai fini dell'obiettivo finale - per esempio un certo livello del tasso di interesse a breve termine - ma anche il modello con cui si analizza la trasmissione della politica monetaria in vista degli obiettivi finali sono infine guidati da *strategia e decisioni di politica monetaria*. La sequenza si completa dunque in questo modo:

obiettivi finali ← trasmissione ← obiettivo operativo ← strumenti operativi ← strategia e decisioni di politica monetaria

L'analisi economica è in verità rilevante anche per l'ultima fase. Già s'è detto che gli obiettivi finali sono decisi in sede politica e la trasmissione è elemento controverso da un punto di vista teorico. Ma l'analisi economica influenza ovviamente anche le fasi più di pertinenza della banca centrale, in primis la fase a monte di tutte, quella dove si disegna la strategia e si prendono le decisioni di breve e di più lungo respiro.

Nel prendere le proprie decisioni la banca centrale può vincolare la propria strategia a delle *regole di politica monetaria*. La più (neo)classica di tali regole è quella monetarista per cui la banca centrale deve perseguire un determinato ritmo di crescita dell'offerta di moneta legato alla crescita nominale del Pil. Questa regola è piuttosto in disuso. Per non farci perdere il filo del ragionamento viene discussa insieme ad altre regole in un'appendice a questa lezione (in cui torneremo anche su alcuni temi europei). La BCE non adotta ufficialmente alcuna singola regola (ma vedi box).

BOX tassi a breve tassi a lunga

Letture: retaggi monetaristi alla BCE. *Analisi economica e analisi monetaria* sono i cosiddetti due pilastri della strategia di politica monetaria della BCE. Nell'ambito della messa a punto della sua strategia, ufficialmente la BCE ha ancora come *obiettivo intermedio* l'andamento di un aggregato monetario definito M3, soggetto appunto all'analisi monetaria (M3 è un "aggregato monetario" che comprende circolante, depositi bancari e titoli a breve). E' questo un retaggio monetarista, ora in discredito, che lega in maniera meccanica il tasso di inflazione alla quantità di moneta. Fortunatamente in BCE l'analisi monetaria è accompagnata all'analisi di un complesso di dati (analisi economica) volti a stabilire il grado di adeguatezza della politica monetaria all'obiettivo finale:

"Al fine di servire al meglio il suo obiettivo di mantenere la stabilità dei prezzi, il Consiglio direttivo valuta regolarmente i rischi per la stabilità dei prezzi. Il suo approccio nell'organizzare, valutare e sottoporre a controlli incrociati tutte le informazioni rilevanti per la valutazione dei rischi per la stabilità dei prezzi si basa su due prospettive analitiche, denominate 'i due pilastri': l'analisi economica e l'analisi monetaria. Esse costituiscono la base delle decisioni di politica monetaria del Consiglio direttivo... L'analisi globale dei rischi per la stabilità dei prezzi è organizzata sulla base di due prospettive complementari di determinazione dell'andamento dei prezzi. Una prospettiva, denominata 'analisi economica', mira a valutare le determinanti a breve e medio termine dell'evoluzione dei prezzi, concentrandosi sull'attività reale e sui fattori di costo che determinano i prezzi su tali orizzonti. Tiene conto del fatto che l'andamento dei prezzi a breve e medio termine su questi orizzonti è influenzato in gran parte dall'interazione tra domanda e offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori. Una seconda prospettiva, denominata 'analisi monetaria', si concentra su un orizzonte di medio e lungo termine. Essa sfrutta il legame a lungo termine tra denaro e prezzi. L'analisi monetaria serve in particolare a verificare, in una prospettiva di medio-lungo termine, le indicazioni di politica monetaria a breve-medio termine derivanti dall'analisi economica." (ECB 2011, p. 69).

I due pilastri riflettono evidentemente tradizioni diverse di "central banking", come quella monetarista della Bundesbank e quella più eclettica della Banca d'Italia.

2.2. White e blue collar delle banche centrali

Uno dei più importanti economisti della BCE, il tedesco Ulrich Bindseil (2014, p. 11), definisce "separation principle" la divisione del lavoro fra la macroeconomia monetaria condotta dai "white collars" negli uffici studi della banca centrale – quelli col dottorato in università famose - e la sua implementazione effettiva nei mercati attraverso le operazioni di politica monetaria, svolta dai "blue collars" nei dipartimenti operativi della banca.

Alla luce dell'analisi storica, tuttavia, la macroeconomia convenzionale studiata da molti "white collars" avrebbe seriamente sbagliato nel definire l'*obiettivo operativo* e gli *strumenti* per

perseguirlo (Bindseil 2004a, cap. 1, 2004b; 2014, pp. 43-50). Esempi ne sono l'obiettivo monetarista della quantità di moneta, il moltiplicatore dei depositi bancari (o moltiplicatore monetario) quale canale di trasmissione (quarta lezione), o la determinazione keynesiana del tasso di interesse (quinta lezione), tutti concetti fondamentalmente fondati sull'esogenità dell'offerta di moneta. Come nota Bindseil, lungo una lunga parentesi del XX° secolo, l'obiettivo operativo delle banche centrali (tranne la *Bank of England*) è stato costituito dalle riserve bancarie attraverso cui si pretendeva di influenzare certi obiettivi intermedi, costituiti da più ampi aggregati monetari e infine il livello dei prezzi, eletto a obiettivo prioritario; il retaggio di tale visione rimane nei libri di macroeconomia, ma anche in uno dei due *pillar* della BCE:

Oggi giorno c'è poca discussione, almeno tra i banchieri centrali, su cosa significhi una decisione di politica monetaria della banca centrale: significa fissare il livello dei tassi di interesse di mercato a breve termine a cui la banca centrale mirerà nelle sue operazioni quotidiane durante il periodo fino alla successiva riunione dell'organo decisionale della banca centrale. Anche prima del 1914, c'erano pochi dubbi sul fatto che la politica della banca centrale significasse prima di tutto il controllo dei tassi di interesse a breve termine (attraverso la fissazione del tasso di sconto). Nel mezzo, cioè tra il 1920 circa e la fine degli anni '80, ha dominato, almeno negli Stati Uniti, la "dottrina della posizione di riserva" (RPD), secondo la quale una banca centrale dovrebbe, tramite operazioni di mercato aperto, dirigere un certo concetto di riserva, che avrebbe un impatto, tramite il moltiplicatore della moneta, sugli aggregati monetari e sugli obiettivi finali. Mentre la Fed è ritornata ad una direzione univoca dei tassi di interesse a breve termine solo negli anni '90, ad esempio la Banca d'Inghilterra non ha mai adottato la RPD. Ancora oggi, i libri di testo di economia monetaria contengono molti riferimenti ai concetti della RPD, come per esempio uno spazio sostanziale è dedicato al moltiplicatore monetario o al modello di Poole (1970), che pretende che la scelta ottimale tra tassi di interesse e quantità monetarie come obiettivo operativo sia una questione empirica. (Bindseil 2004, p. 5)

Come s'è detto, sia gli *obiettivi finali* che i *canali di trasmissione*, dunque la parte "a valle" della politica monetaria, sono oggetto di controversia persino all'interno dell'analisi macroeconomica convenzionale – come per esempio l'importanza relativa della stabilità prezzi o della piena occupazione, o i canali attraverso cui il tasso di interesse influenza la domanda aggregata. Mentre l'esistenza di queste controversie è comprensibile, più sorprendente è, invece, l'errore della macroeconomia monetaria convenzionale sulla parte più operativa della politica monetaria riguardante identificazione e controllo dell'*obiettivo operativo* e dei relativi *strumenti*. Secondo Bindseil (2004a, p. 20-29) questo va principalmente attribuito all'influenza della teoria quantitativa della moneta popolarizzata da Irving Fisher (1911), poi completata dalla "scoperta" del moltiplicatore dei depositi (Phillips 1920), concetti in fondo condivisi anche da Keynes e, naturalmente, da Milton Friedman.

Lettura: l'obiettivo finale della BCE. Il retroterra teorico dell'obiettivo finale della stabilità dei prezzi e del "pillar" monetarista della BCE è da rintracciarsi nella teoria dominante che reputa la politica monetaria inefficace, almeno nel lungo periodo, nei riguardi di crescita e occupazione:

"La neutralità della moneta è una proposizione ampiamente accettata ed empiricamente convalidata nella professione economica. Nel lungo periodo, cioè dopo che tutti gli aggiustamenti nell'economia hanno funzionato, un cambiamento nella quantità di denaro nell'economia (a parità di altre condizioni) si rifletterà in un cambiamento nel livello generale dei prezzi e non indurrà cambiamenti permanenti nelle variabili reali come la produzione reale o l'occupazione. Un cambiamento nella quantità di denaro in circolazione rappresenta in definitiva un cambiamento nell'unità di conto (e quindi nel livello generale dei prezzi) che lascia tutte le altre variabili invariate. ...Il quadro istituzionale si basa sul principio che l'obiettivo dell'Eurosistema di mantenere la stabilità dei prezzi è di primaria importanza. Poiché la politica monetaria può, in ultima analisi, influenzare solo il livello dei prezzi nell'economia, la stabilità dei prezzi è il miglior contributo che una banca centrale possa dare al benessere economico e alle prospettive di crescita a lungo termine dell'economia. Assicurando condizioni durature di stabilità dei prezzi, la banca centrale promuove un corso costante di sviluppo economico su orizzonti più lunghi, incoraggia la formazione di capitale e quindi contribuisce indirettamente alla crescita del reddito. Assegnare alla politica monetaria un obiettivo di reddito reale o di occupazione sarebbe stato subottimale, poiché la politica monetaria non ha la possibilità di esercitare un'influenza duratura sulle variabili reali nel breve e medio termine". (ECB 2011, p. 55, 57-58).

2.3. Il cammino che ci attende

Nelle pagine che seguono ci occuperemo di come la banca centrale controlla il proprio target operativo, ovvero il tasso di interesse a breve. Abbiamo visto come le riserve svolgano un ruolo essenziale nel sistema dei pagamenti, e siano anche necessarie alle banche per assolvere agli obblighi di riserva (se vi sono), sebbene la loro disponibilità non vincoli l'ammontare di prestiti creati dagli istituti di credito. Il ruolo di monopolista nella generazione di riserve bancarie pone la banca centrale nella posizione unica di poterne fissarne il prezzo, un tasso a breve che diventa l'architrave di tutto il sistema dei tassi nell'economia - l'angolo oscuro di cui parla Claudio Borio nella citazione di apertura. Vediamo dunque in primo luogo attraverso quali canali (*strumenti operativi*) la banca centrale genera riserve. (Attraverso le proprie operazioni la banca centrale crea anche le banconote, ma trascuriamo questo aspetto sino alla sezione 2.7). Questo ci imporrà anche di illustrare il bilancio della banca centrale - le riserve sono infatti una passività per la banca centrale. Questo è importante anche perché mentre in "tempi normali" la manovra del tasso di interesse a breve è l'obiettivo

operativo principe della banca centrale (“interest rate policy”), in tempi di crisi, col tasso obiettivo già a zero, è il bilancio stesso della banca a diventare strumento di politica monetaria (“balance sheet policy”) (Borio e Disyatat 2009). *Quindi le banche centrali sono diventate di nuovo monetariste prof?* Beh no, anche se Bindseil ha detto che il famoso “quantitative easing”, che è la principale manifestazione della “balance sheet policy”, evoca l’idea che per far espandere l’economia e far ripartire l’inflazione si debba aumentare la quantità di moneta.

Parleremo così di *tre* tipi di politiche della banca centrale: politica del tasso di interesse (*interest rate policy*), “*balance sheet policy*”, a cui si aggiunge la *forward guidance* (che è una politica del tasso di interesse rafforzata dall’annuncio dei tassi a breve perseguiti nei periodi successivi sì da orientare le aspettative).

Affinché la lettrice cominci a intuire dove vogliamo andare a parare, anticipiamo qui il *core* della “politica del tasso di interesse”: la banca centrale fissa un tasso di interesse a breve che, influenzando tutta la gamma dei tassi a più lungo termine, contribuisce a determinare, con dei *lag* temporali e con ampi margini di imprevedibilità, una data domanda di credito e di riserve da parte dell’economia, cioè famiglie e imprese; al tasso da lei prefissato, la banca centrale si impegna a fornire all’economia tutta la liquidità (riserve) richiesta, momento per momento. Come dicono gli economisti anglosassoni, la banca centrale è “price maker” e “quantity taker”, cioè fissa il prezzo (il tasso di interesse) e lascia al mercato decidere la quantità di liquidità che desidera.

Aspetti prof., vediamo se ho capito bene. La banca centrale fissa un tasso di interesse a breve che influenza i tassi a più lungo termine, quelli decisivi per le decisioni di spesa di famiglie e imprese. Sulla base di questi tassi queste ultime decidono quanto credito bancario richiedere. Le banche concedono questo credito (ai clienti affidabili) ma han bisogno di riserve; la banca centrale infine accomoda questa domanda di riserve. Giusto? Perfetto. Posso aggiungere che, se ho ben capito, la banca centrale fissa il tasso a breve prima, e varia la quantità di riserve successivamente accomodando la domanda di liquidità che proviene dall’economia. Agisce attivamente nella fissazione del tasso di interesse, passivamente nel creare liquidità. Sì, questa separazione fra fissazione dei tassi di interesse e della quantità di moneta si chiama “decoupling principle” (principio di dissociazione), ci torniamo fra poco. Ma prof., è il contrario di quello che si dice nei libri di economia dove c’è in genere scritto che la banca centrale modifica i tassi variando la liquidità! Infatti non è così, la variazione della liquidità è una conseguenza della variazione dei tassi, non ne è lo strumento. Quella che Bindseil chiama la “dottrina della posizione di riserva” è sbagliata. La banca

centrale decide il prezzo delle riserve, la quantità creata lo decide la domanda della banche. *Ora ho capito prof quello che intendeva scrivendo che la banca centrale è "price maker" ma "quantity taker"!*

Lettura: la BCE ripristina le trasmissioni L'effetto *diretto* dei tassi sulle decisioni di spesa è considerato l'elemento più importante della trasmissione della politica monetaria ma, accanto a quello, la politica del tasso di interesse segnala l'orientamento generale della politica monetaria, espansivo o restrittivo, influenzando così le aspettative circa l'orientamento futuro della politica medesima, il tasso di cambio, la fissazione di prezzi e salari (ECB 2011, pp. 60-61). La trasmissione della politica monetaria all'economia reale è considerato un processo lento. Quest'ultima è una considerazione di estremo rilievo per una corretta illustrazione della politica monetaria. E' attraverso questa "lentezza" nella trasmissione che si evidenzia infatti il "decoupling" fra fissazione del tasso a breve ed eventuali *successive* variazioni dell'offerta di liquidità quando, al nuovo tasso, lentamente muta la domanda di liquidità da parte dell'economia, come vedremo fra poco. La BCE non enuncia con chiarezza questi principi, ma qualcosa traspare:

"Il processo attraverso il quale le decisioni di politica monetaria influenzano l'economia in generale, e il livello dei prezzi in particolare, è noto come meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La trasmissione degli impulsi monetari al settore reale coinvolge una serie di diversi meccanismi e azioni da parte degli agenti economici nelle varie fasi del processo. Di conseguenza, l'azione di politica monetaria impiega solitamente un tempo considerevole per influenzare l'andamento dei prezzi. Inoltre, la dimensione e la forza dei diversi effetti possono variare a seconda dello stato dell'economia, il che rende l'impatto preciso difficile da stimare. Nel complesso, le banche centrali si trovano tipicamente di fronte a ritardi lunghi, variabili e incerti nella conduzione della politica monetaria.

La (lunga) catena di causa ed effetto che collega le decisioni di politica monetaria con il livello dei prezzi inizia con una variazione dei tassi di interesse ufficiali fissati dalla banca centrale sulle proprie operazioni. In queste operazioni, la banca centrale tipicamente fornisce fondi alle banche (...). Il sistema bancario richiede denaro emesso dalla banca centrale (noto come 'base monetaria') per soddisfare la domanda pubblica di moneta, per liquidare i saldi interbancari e per soddisfare i requisiti di riserve minime che devono essere depositate presso la banca centrale. Dato il suo monopolio sulla creazione di base monetaria, la banca centrale può controllare i tassi di interesse sulle sue operazioni. Poiché la banca centrale influisce sul costo di finanziamento della liquidità per le banche, le banche devono trasferire questi costi quando prestano ai loro clienti ('canale del tasso di interesse')". (ECB 2011, pp. 58-59)

E' molto interessante osservare che molti degli interventi non convenzionali che la Bce ha svolto soprattutto sotto la guida di Draghi sono stati volti a ripristinare una corretta trasmissione della politica monetaria in tutte le "giurisdizioni" – l'eufemismo con cui la BCE chiama i Paesi membri dell'UME. *Cioè prof? Se la BCE*

decide di agire nella direzione di abbassare i tassi di interesse a lungo termine questo deve desiderabilmente avvenire in tutte le “giurisdizioni”. Il problema è che i tassi a lunga dipendono molto dai tassi sui titoli di Stato decennali. Allora alla BCE non è rimasto altro che minacciare di acquistare (col “Whatever it takes” del 2012) e successivamente effettivamente comprare (col Quantitative Easing dal marzo 2015) titoli di Stato, in barba agli strepiti dei falchi volti a denunciare il sostegno ai Paesi indebitati. Una BCE machiavellica quella di Draghi, non v'è dubbio.

Finora abbiamo detto che la banca centrale “fissa” il tasso di interesse a breve. Dobbiamo ora capire meglio come fa la banca centrale a far in modo che questo tasso prevalga effettivamente nel mercato finanziario, anzi in un particolare mercato che noi già conosciamo dalla prima lezione: il mercato interbancario, quello in cui le banche in eccesso di riserve prestano riserve alle banche in difetto. Ricordate? *Sì prof, l'oscuro angolo di Borio!* Anticipando una conclusione a cui arriveremo fra poco, il tasso di interesse a breve fissato dalla banca centrale, il suo obiettivo operativo, è il prezzo a cui essa concede riserve alle banche commerciali, ed il tasso di mercato che la banca centrale intende influenzare è quello a cui le banche si scambiano riserve a breve sull'interbancario.

2.4. Gli strumenti di politica monetaria con particolare riferimento alla “politica del tasso di interesse”

Per fissare le idee, la tavola 2.1 elenca le operazioni di politica monetaria della BCE – i suoi strumenti operativi nella sequenza della sezione 2.1. Non vi preoccupate, alla fine le conoscerete tutte o quasi (dentro c'è persino il “Whatever it takes” di SuperMario). All'elenco abbiamo solo aggiunto una “C” per operazione convenzionale (questa lezione), e “NC” per misura non-convenzionale (prossima lezione). Abbiamo evidenziato in grigio le operazioni che ci interessano in questa lezione.

Operazioni di politica monetaria	Tipo di transazione		Maturità (scadenza)	Frequenza	Convenzionale/non convenzionale
Operazioni di mercato aperto	Provvista di liquidità	Assorbimento di liquidità			
Operazioni di rifinanziamento principali	Pronto contro termine (Repos)		Una settimana	Settimanale	C
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	Pronto contro termine (Repos)		Tre mesi (normalmente)	Mensile (normalmente)	C/NC
Operazioni di fine-tuning	Pronto contro termine (Repos)	Pronto contro termine (Repos)	Non standardizzata	Irregolare	NC
		Raccolta di depositi a tasso fisso			NC
	Foreign exchange swaps	Foreign exchange swaps			NC
Operazioni strutturali	Pronto contro termine (Repos)	Emissione di certificati di deposito	Standardizzate/non standardizzate	Regolari e non regolari	NC
	Acquisti diretti (Outright purchases)	Vendite dirette (Outright sales)	-	Irregolari	NC
Operazioni su iniziativa delle controparti (Standing facilities)					
Rifinanziamento marginale (marginal lending facility)	Pronto contro termine (Repos)		Overnight	Accesso a discrezione delle controparti	C
Deposito marginale (Deposit facility)	-	Depositi	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti	C
Fonte: ECB (2011)					

Tavola 2.1 – Le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema

In luogo, tuttavia, di una pedissequa spiegazione delle voci della tavola - che si chiariranno strada facendo - andiamo al cuore dell'attuazione della politica monetaria intesa come politica del tasso di interesse, e allo scopo limitiamoci per ora a considerare la triade, "Operazioni di rifinanziamento principali" (*Main refinancing operations*, MRO), "Rifinanziamento marginale" (*Marginal lending facility*, MLF,) e "Deposito marginale" (*Deposit facility*, DF), operazioni che sono quelle rilevanti per spiegare la politica monetaria in condizioni "normali". Le altre voci della tavola 2.1 saranno considerate successivamente, soprattutto nella prossima lezione quando ne vedremo l'impiego in questi anni di crisi. Useremo spesso le denominazioni e gli acronimi inglesi, se vi viene il panico c'è comunque un glossario degli acronimi al principio del libro. *Ma non è da lei, prof, usare gli anglicismi.* Lo faccio perché questo facilita l'accesso alla letteratura in lingua inglese che, piaccia o meno, è dominante.

Che passive queste OMA. *Un attimo professore: lei ci ha più volte detto che l'identificazione della politica monetaria con le operazioni di mercato aperto di cui parlano i libri di testo è sbagliata. Ora ce le ritroviamo in cima alle operazioni della BCE! Deve proprio chiarire.* Ha ragione! Che la BCE effettui operazioni di mercato aperto, operazioni cioè con cui la banca centrale acquista e vende titoli nel mercato, è fuori discussione, e anche che lo faccia per controllare il tasso di interesse. La questione è che nella visione dei libri di testo le operazioni di mercato aperto sono viste come *operazioni attive* della banca centrale, di sua iniziativa insomma. Alcune di voi conoscono la storia: quando la banca centrale vuole far diminuire il tasso di interesse acquista titoli, quando vuol aumentare il tasso di interesse vende titoli (per chi è a digiuno di questo, lo vedremo meglio nella quarta lezione). Nella visione corretta le operazioni di mercato aperto sono normalmente *operazioni passive*: la banca centrale fissa il tasso obiettivo, il mercato decide la quantità desiderata di credito, e di conseguenza di depositi e riserve. La banca centrale deve soddisfare questa domanda di riserve sennò, per le ragioni che vedremo fra poco, essa fallirebbe nel far prevalere il tasso da lei desiderato. *Ma prof quando Draghi ha annunciato il suo "Whatever it takes" minacciò di acquistare titoli di Stato italiani e spagnoli in maniera illimitata, e poi col quantitative easing ha comprato trilioni di titoli di Stato europei, altro che azioni passive!* Infatti trattasi di operazioni – gli acquisti diretti (*outright purchases*) veri o minacciati – che nella tavola 2.1 abbiamo classificato come non-convenzionali, che considereremo nella prossima lezione nell'ambito della cosiddetta *balance sheet policy*. Ora ci occupiamo di politiche e strumenti convenzionali.

In tempi normali le *Operazioni di rifinanziamento principali* sono lo strumento principale con cui la BCE crea riserve a favore delle banche commerciali. Sono operazioni pronti contro termine (*repurchasing agreements* o *repos*) con scadenza settimanale in cui, in pratica, la BCE acquisisce titoli in garanzia della liquidità creata, riassorbendo questa liquidità e restituendo i titoli dopo una settimana. Sono state svolte sotto forma di asta fino al 2008, e successivamente con "assegnazione piena" (*full allotment*) a un tasso prefissato. Da allora la banca centrale pone a disposizione quantità di riserve illimitate prestate per una settimana al suo tasso a breve contro la cessione temporanea da parte della banca di titoli (collaterale). Alla fine della settimana la banca commerciale si riprende indietro i titoli e restituisce la liquidità. Il fatto che le operazioni di rifinanziamento principali siano ad assegnazione piena ad un tasso prefissato semplifica molto la nostra esposizione. Le operazioni sono svolte dalla BCE attraverso le banche centrali nazionali che rappresentano dunque i suoi bracci operativi. *Il tasso a cui la BCE assegna le riserve richieste alle MRO è il suo tasso obiettivo.*

Le operazioni di mercato aperto assumo la forma nell'Eurosistema di acquisti pronto contro termine e nel caso della Fed di acquisti in via definitiva (*outright purchases*) nel cosiddetto "mercato dei fondi federali". Ma questa è una differenza più di forma che di sostanza.

Le MRO sono normalmente il principale sportello di liquidità della BCE, ma la triade ne prevede altri due, non propriamente secondari.

Alla *Lending facility* possono ricorrere le banche che si trovino a corto di riserve ottenendo prestiti overnight dalla BCE. Il prestito marginale è stato tradizionalmente definito *discount window*. Il tasso sul prestito marginale è normalmente più oneroso di quello delle operazioni di rifinanziamento principali. Alla *Deposit facility* possono ricorrere le banche che, all'opposto, si trovino in eccesso di liquidità depositandovi l'eccesso di riserve a un tasso inferiore a quello sulle MRO. Infatti, mentre la riserva obbligatoria detenuta nel conto di riserva e regolamento è remunerata al tasso sulle *Main refinancing operations*, normalmente il deposito marginale remunera le riserve a un tasso inferiore. La tavola 2.2 mostra quello che è chiamato "corridoio dei tassi" prima della crisi del 2008.

<p style="text-align: center;"><i>Prestito marginale</i> 5,0 %</p> <p style="text-align: center;"><i>Operazioni di rifinanziamento principali</i> (tasso obiettivo) 4,0 %</p> <p style="text-align: center;"><i>Deposito marginale</i> 3,0 %</p> <p style="text-align: center;">(tassi effettivi dal 13 gennaio 2007)</p>

Tavola 2.2

Dunque, se capisco bene prof, le banche hanno accesso a due fonti di rifinanziamento, una standard (operazioni principali) al tasso obiettivo della BCE, e una di emergenza (prestito marginale) a un tasso un po' più alto; e depositano la liquidità in due conti, quello standard in cui tengono le riserve obbligatorie, a un tasso uguale a quello delle MRO, e uno in cui tengono l'eccesso di riserve a un tasso un po' più basso. Sì. C'è tuttavia un'altra forma di rifinanziamento normalmente impiegata.

Scorrendo la tavola 2.1 troviamo infatti le Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer term refinancing operations*, LTRO), normalmente a tre mesi e volte fornire alle banche uno zoccolo di liquidità più stabile. Dal 2008, queste ultime operazioni si sono progressivamente estese per durata, arrivando a quattro anni.

Ci fermiamo per ora qui nell'illustrazione della tavola 2.1 al fine di concentrarci sulla politica monetaria in tempi normali, durante i quali essa è definita come politica del tasso di interesse, in

quanto la banca centrale cerca di influenzare il tasso di interesse a breve termine e indirettamente quelli a più lungo termine.

2.5. Il corridoio

Abbiamo detto che il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è il tasso a breve termine che la BCE sceglie come obiettivo intermedio della politica del tasso di interesse. Dobbiamo ora mostrare come questo tasso si impone nel mercato dei prestiti a brevissimo termine, in particolare nel mercato interbancario. Non è complicato a capirsi.

I tassi relativi ai due “sportelli” marginali (*standing facilities*) costituiscono, rispettivamente, un soffitto e un pavimento alle oscillazioni del tasso di interesse (interbancario) a breve termine (Bindseil 2004, pp. 105-6). Infatti se il tasso di interesse nel mercato interbancario - il mercato dove gli istituti si scambiano le riserve - a cui le banche in difetto di riserve possono approvvigionarsi di riserve fosse superiore al tasso sulla *Lending facility*, esse ricorrerebbero a quest’ultima facendo scendere il tasso di mercato. Simmetricamente, se il tasso di mercato a cui le banche in eccesso di riserve possono collocare i fondi presso altri istituti fosse inferiore a quello sulla *Deposit facility*, esse ricorrerebbero a quest’ultimo strumento. In tal modo il tasso di mercato salirebbe. Questo è particolarmente rilevante nell’Eurosistema in cui la banca centrale interviene solo settimanalmente a regolare la liquidità nel sistema. Nei fatti i due sportelli, rispettivamente, creano e sterilizzano *automaticamente* la liquidità su richiesta delle banche qualora questa fosse in significativo difetto o eccesso di liquidità, costringendo il tasso interbancario in un corridoio. *Quindi prof, se prendessimo i valori della tavola 2.2 come riferimento, se il tasso nel mercato interbancario fosse superiore al 5%, le banche ricorrerebbero al prestito marginale, sicché l’eccesso di riserve nel mercato ne farebbe scendere il prezzo, mentre se scendesse sotto il 3% le banche con eccesso di riserve preferirebbero non prestare e depositare nel deposito marginale, sicché il tasso tenderebbe a salire.* Esatto. Ma ve lo ripeto in un altro modo: normalmente le banche centrali creano precisamente la liquidità richiesta dalle banche ai tassi prevalenti per soddisfare la riserva obbligatoria più un piccolo *buffer* di sicurezza. In ogni momento, quindi, la liquidità è adeguata ai depositi, ma può essere mal distribuita fra gli istituti di credito. *So il perché prof, alcune banche possono aver ricevuto molti pagamenti ed essere in eccesso di riserve, e altre simmetricamente in difetto, me lo ricordo dalla prima lezione.* Che memoria! Allora, purché il tasso atteso sia superiore al 3% le banche in eccesso di liquidità la offriranno nell’interbancario (sennò gli conviene il deposito marginale), e quelle in difetto la richiederanno purché ottenibile a un tasso inferiore al 5% (sennò conviene loro il prestito

marginale). Non si deve essere dei *trader* di Wall Street per intuire che le banche si metteranno d'accordo a un tasso vicino al 4%, toh, il tasso obiettivo della BCE (nel giugno 2007, naturalmente).

Insomma prof, il corridoio è proprio importante!

Sì, infatti quando ogni sei settimane il Consiglio direttivo della BCE annuncia il tasso obiettivo (confermando o meno quello già in vigore), lo fa accompagnandolo con quello di altri due tassi: quello sulla MLF e quello sulla DF, in genere simmetrici. I tre tassi costituiscono il cosiddetto "corridoio" dei tassi. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento/deposito marginale è stato $\pm 1\%$ rispetto al tasso sulle MRO dal 1999 fino agli ultimi mesi del 2008. Esso s'è successivamente ristretto.

Il corridoio dei tassi è disegnato in maniera tale da incoraggiare, rispettivamente, le banche in eccesso di liquidità a prestarla nel mercato interbancario e le banche in difetto di liquidità a domandarle nel medesimo mercato. Normalmente, peraltro, il ricorso alla *Lending facility* porta con sé uno "stigma" in quanto il mercato potrebbe sospettare che le banche in eccesso di riserve non intendano prestare alla banca in difetto perché non la considerano patrimonialmente affidabile. Nel caso del mercato interbancario il criterio di normalità riguarda la fiducia con cui le banche si prestano vicendevolmente riserve. Tale fiducia venne meno dall'estate 2007 con la crisi dei titoli tossici. Tali titoli, sebbene sviluppati soprattutto in America, erano in pancia anche a numerose banche europee, ma nessuno sapeva bene in quali e in che misura. Per questo dal 2008 lo sportello delle MRO ha cominciato ad accogliere tutte le richieste di liquidità (*Full allotment*), anche abbassando lo standard dei titoli accettati come garanzia. Una brava banca centrale non farà mai entrare in crisi il sistema bancario per mancanza di liquidità.

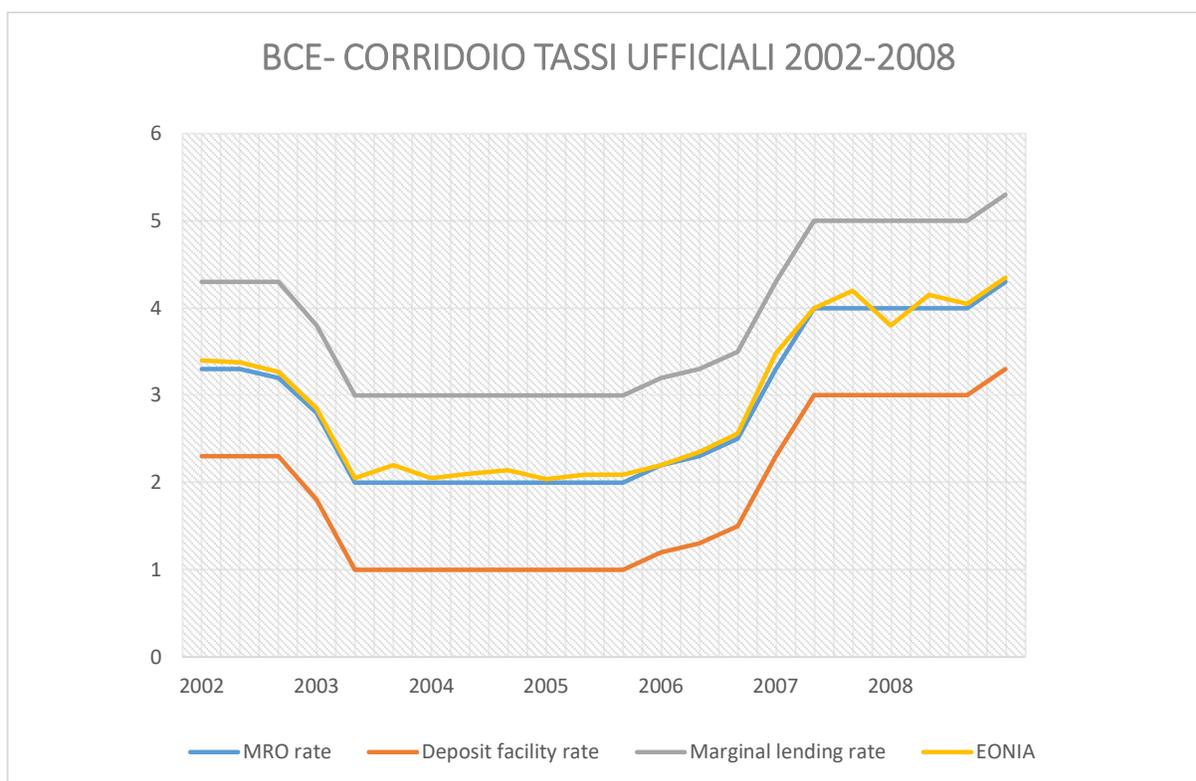
Prof, ma perché il tasso sulla Deposit facility non è tenuto a zero. Le banche in eccesso di liquidità avrebbero a maggior ragione stimolo a prestarla. In effetti la Fed adottava questo particolare corridoio sino all'ottobre 2008, quando adottò il sistema a corridoio per poi rapidamente passare il mese successivo al "floor system" (Lavoie 2010, p. 7), un sistema che esamineremo più avanti. Introdurre una remunerazione sull'eccesso di riserve vuol dire ridurre la volatilità del tasso di interesse a breve, imponendo un pavimento (Ennis & Keister 2008, p. 256).

Il tasso interbancario si chiama EONIA. Nella definizione della Banca d'Italia:

"Eonia (Euro overnight index average): Tasso di interesse, applicato ai prestiti interbancari in euro non garantiti con durata di un giorno (overnight), calcolato giornalmente come media ponderata dei tassi di interesse sui prestiti effettuati da un campione di banche con elevato merito di credito

selezionato periodicamente dalla European Banking Federation.” (glossario allegato all’Appendice alla Relazione 2016 del maggio 2017).

La **figura 2.1** mostra l’andamento del corridoio fra il 2002 e il 2008 permettendo di osservare la fluttuazione di EONIA attorno al tasso obiettivo. Questo è ciò che accade in tempi normali.



Fonte: dati Banca di Italia (da rifare)

Figura 2.1

Ora prof capisco quanto aveva anticipato che la banca centrale agisce da monopolista delle riserve e fissandone il prezzo, riuscendo anche a indurre le banche a scambiarsele a un tasso ravvicinato a quello obiettivo. Bene. L'angolo di Claudio Borio è meritevole di riesposizione:

Oggi giorno, praticamente tutte le banche centrali ... attuano la politica monetaria attraverso strumenti orientati al mercato volti a influenzare strettamente i tassi di interesse a breve termine come obiettivi operativi. Lo fanno in gran parte determinando le condizioni che equilibrano l'offerta e la domanda nel mercato delle riserve bancarie (depositi bancari presso la banca centrale). È in questo angolo relativamente poco glamour e spesso oscuro dei mercati finanziari che risiede la fonte ultima del potere delle banche centrali di influenzare l'attività economica. (Borio 1997, p. 13-14).

2.6. Tout se tient

Vi ricordate quanto ho insistito che le banche centrali non potevano rifiutarsi di concedere e riserve domandate dalle banche commerciali? Sì, *prof*, la sequenza: *le banche commerciali creano credito,*

il credito crea i depositi, e i depositi creano le riserve. Bene, ora possiamo capire perché le banche centrali *devono* essere accomodanti.

Se infatti nel mercato le riserve scarseggiassero, sicché l'eccesso di liquidità di alcune banche non compensasse precisamente il difetto di altre banche, il tasso di mercato tenderebbe a salire oltre quello obiettivo (o a scenderne al di sotto se nel mercato le riserve fossero *troppo* abbondanti) – pur rimanendo nel corridoio. Questo dimostra che se la banca centrale non compensasse puntualmente tali squilibri fornendo le banche *al centesimo* le riserve desiderate, la politica del tasso di interesse fallirebbe nel proprio obiettivo. Questa è dunque la ragione per cui abbiamo sopra dato per scontato che la banca centrale tende a soddisfare le esigenze di riserva delle banche dovute a un'espansione dei crediti da esse creati ai tassi influenzati dal tasso obiettivo. La banca centrale fissa quest'ultimo tasso, per poi reagire passivamente alla domanda *netta* di riserve del sistema bancario. Fullwiler (2008, p. 13) lo definisce principio di accomodamento (*principle of accommodation*).

Letture: quell'acomodante della banca centrale. Borio e Disyatat spiegano molto bene perché per il sistema bancario le riserve non siano fonte di preoccupazione quando gli istituti di credito soddisfano la domanda di prestiti che il mercato esprime al tasso obiettivo della banca centrale: se quest'ultima non soddisfacesse la domanda di riserve essa fallirebbe nel far prevalere il tasso obiettivo nel mercato interbancario (il mercato delle riserve), e da ultimo sugli altri mercati dove sono quotati i tassi più a lungo termine.

"il livello delle riserve difficilmente figura nelle decisioni di prestito delle banche. L'ammontare del credito in essere è determinato dalla volontà delle banche di fornire prestiti, sulla base di un bilanciamento tra rischio e rendimento percepito, e dalla domanda di quei prestiti. La disponibilità aggregata di riserve bancarie non limita direttamente l'espansione del credito. La ragione è semplice: ... per evitare un'estrema volatilità del tasso di interesse, le banche centrali forniscono riserve come richiesto dal sistema. Da questo punto di vista, un obbligo di riserva, a seconda della sua remunerazione, influisce sul costo di intermediazione e su quello dei prestiti, ma non vincola quantitativamente l'espansione del credito. Il principale vincolo esogeno all'espansione del credito è costituito dai requisiti minimi di capitale" (Borio e Disyatat 2009, p. 19).

Dal suo canto la BCE così descrive il suo ruolo accomodante nella creazione di liquidità, dato il tasso di interesse obiettivo, alla luce della creazione endogena di credito:

"L'Eurosistema ... in quanto fornitore monopolistico di riserve della banca centrale nell'area dell'euro, fornisce sempre al sistema bancario la liquidità necessaria a soddisfare l'obbligo di riserva aggregata ... l'Eurosistema fornisce sempre le riserve della banca centrale necessarie a livello aggregato, che vengono poi scambiate tra le banche e quindi ridistribuite all'interno del sistema bancario secondo necessità. In tal modo l'Eurosistema soddisfa efficacemente la domanda aggregata di riserve della banca centrale in ogni momento e cerca di influenzare le condizioni di finanziamento nell'economia orientando i tassi di interesse a breve termine. In sintesi, le riserve della banca centrale non sono quindi un fattore che limita l'offerta di credito per il sistema bancario nel suo complesso. In definitiva, la crescita del credito bancario dipende da un insieme di fattori che determinano la domanda di credito e da altri fattori legati all'offerta di credito (ECB, 2012, p. 21).

La politica del tasso di interesse a breve si svolge dunque attraverso annunci. Obiettivo della politica monetaria è tuttavia quello di condizionare i tassi a lunga, che dipendono dalle aspettative circa l'orientamento *futuro* della politica monetaria. Vedremo dunque come, nell'ambito delle politiche economiche non-convenzionali, le *open mouth operations* possono allungarsi dall'annuncio del tasso corrente alla segnalazione di quale sarà l'orientamento della politica monetaria nel futuro prossimo attraverso la cosiddetta "forward guidance" (si veda la **sezione X** della prossima lezione): Così Borio e Disyatat (2009, pp. 4-5) riassumono il ruolo degli annunci riguardo ai tassi correnti e futuri nell'implementazione della politica del tasso di interesse:

Nella *interest rate policy*, il tasso di interesse riassume la posizione ufficiale della politica ed è il principale strumento di comunicazione; il suo livello, tuttavia, non fissa completamente lo stimolo della politica. Un dato tasso di politica può essere associato a un'ampia configurazione di rendimenti e prezzi delle attività finanziarie, e quindi a condizioni monetarie variabili. Per esempio, dove i rendimenti a lungo termine sono un driver significativo dell'attività del settore privato, un dato tasso a breve termine può essere associato a condizioni finanziarie relativamente espansive- se la curva dei tassi a termine è piatta - o relativamente restrittive - se essa è fortemente curvata verso l'alto. In tempi normali, quando fissa il tasso di policy la banca centrale incorpora queste considerazioni più ampie. E la via principale per influenzarle, al di là del tasso di interesse, è attraverso la comunicazione delle intenzioni di politica futura, cioè gli stessi tassi di interesse futuri.

2.7. La banca è mobile...

Come vedremo nella quarta lezione, nella visione tradizionale le riserve hanno lo scopo di alimentare il cosiddetto moltiplicatore dei depositi bancari governando in tal modo l'ammontare di credito generato nell'economia. Esse sono dunque uno strumento diretto della politica monetaria, sia attraverso la variazione della loro offerta attraverso le operazioni di mercato aperto, che per mezzo delle modificazioni del coefficiente di riserva obbligatoria. *Si prof, all'università ci dicevano proprio questo.* Nella visione tradizionale, inoltre, le riserve obbligatorie svolgono la funzione di garanzia per i clienti di pronta convertibilità dei depositi in contante. L'esperienza storica suggerisce tuttavia che nel caso di panico tale cuscinetto è irrilevante, ciò che ha condotto alla creazione di sportelli di rifinanziamento presso la banca centrale – appunto tradizionalmente denominati "discount window", finestre presso cui si possono scontare i titoli, un'espressione del ruolo della banca centrale come prestatore di ultima istanza (Bindseil 2014, p. 100).

Anche in una visione più moderna della politica monetaria le riserve svolgono una funzione essenziale, ma funzionale (ancillare) all'obiettivo operativo che è il tasso di interesse: la necessità

per le banche di detenere riserve per i pagamenti e il fatto che la banca centrale è monopolista nella loro offerta (netta), pone quest'ultima in grado di "fare il prezzo" delle riserve, dunque di fissare un tasso di interesse su queste ultime, sì da farne l'architrova al sistema dei tassi di mercato. *Prof, perché "offerta netta"? La banca centrale non è monopolista?* La banca centrale è la sola a creare riserve, vedremo però fra poco che in taluni casi è obbligata a farlo, per così dire. *Ma professore, visto che le banche commerciali hanno comunque necessità di riserve per i pagamenti, una quantità comunque legata all'ammontare di depositi, perché imporre loro una riserva obbligatoria?* Vedremo che riserve sono create nel sistema *anche* "in automatico" attraverso alcuni canali detti "autonomi". La banca centrale, imponendo la riserva obbligatoria, rafforza la necessità di riserve per le banche, ma anche facilita anche l'operatività della banca centrale. Imponendo una riserva obbligatoria la banca centrale da un lato *accresce* la necessità che le banche hanno di detenere riserve, ma fa anche in modo che esse ne detengano in eccesso alle esigenze per i pagamenti, un margine che rende meno probabile che il mercato si trovi in difetto di liquidità. L'obbligo di riserve è attualmente nell'Eurosistema dell'1% dei depositi bancari.

Ma prof, se le banche devono detenere riserve per ottemperare all'obbligo di riserva come fanno ad usarle per i pagamenti interbancari? Giusta domanda. In primo luogo, le banche deterranno in media un po' più della riserva obbligatoria avendo in mente il loro impiego per i pagamenti. Inoltre una notevole elasticità nell'impiego delle riserve obbligatorie deriva da una istituzione chiamata "periodo di mantenimento". Stando alle regole correnti dell'eurozona, tale periodo è di sei settimane, quelle che intercorrono fra una riunione e l'altra del board direttivo della BCE. Bene, una banca dell'eurozona deve ottemperare all'obbligo di riserva relativamente al *presente* periodo di mantenimento detenendo in media su questo periodo riserve commisurate ai depositi del *precedente* periodo. *Cioè prof, se il precedente periodo una banca aveva 100 miliardi di euro di depositi deve detenere in questo periodo un miliardo?* Sì, ma non solo. Lo deve detenere in media, cioè un giorno, per dire, 900 milioni e il giorno dopo 1,1 miliardi. Ecco perché la riserva obbligatoria è un cuscinetto per le banche a cui possono ricorrere in caso di difetto di liquidità. Questa flessibilità si chiama *mobilizzazione delle riserve*. Certo, avvicinandosi la fine del periodo di mantenimento si avvicina anche il *redde rationem* e tale elasticità si riduce. Ma durante il periodo le banche giocano molto sulla mobilizzazione, al punto da offrire riserve se il tasso interbancario è superiore a quello percepito sul conto di riserva e regolamento (ricordate quello in cui detengono la riserva obbligatoria remunerato al tasso obiettivo della BCE), anche al costo di scendere sotto il fatidico 1%, potendo compensare i giorni successivi in cui, invece, può essere conveniente indebitarsi

sull'interbancario e salire sopra l'1%. Se ci ragionate tutto questo stabilizza anche il tasso interbancario attorno al tasso obiettivo: quando il tasso interbancario è alto le banche offrono riserve e il tasso si abbassa, viceversa quando il tasso interbancario è sotto quello obiettivo.

Si noti che questa flessibilità nel vincolo di riserva si traduce anche nella flessibilità che le banche hanno nel creare moneta bancaria: in nessun senso la disponibilità corrente di riserve vincola la concessione di crediti che, se rammentate, si svolge creando depositi. Il vincolo di riserva relativo al deposito creato ora morderà nel prossimo periodo di mantenimento, dando tempo alla banca di procacciarsi liquidità alle aste della banca centrale – la quale a sua volta la concederà non volendo far mancare riserve nel mercato allontanando il tasso di mercato da quello obiettivo. *Tutto si tiene prof! Ha ragione Wilde che le questioni monetarie hanno il loro risvolto appassionante.*

Quindi una doppia funzione della riserva obbligatoria: (i) accrescere la dipendenza del sistema bancario dalla banca centrale; (ii) facilitare la gestione della liquidità per le banche attraverso l'istituto della mobilitazione delle riserve durante il periodo di mantenimento stabilizzando così i tassi a breve senza la necessità di un continuo intervento della banca centrale - sicché sia la vita delle banche che della banca centrale sono facilitate (Bindseil 2014, pp. 102-4). Come sintetizza la BCE: "L'obiettivo del sistema di riserve minime è di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e creare (o allargare) un deficit di liquidità strutturale" (Alvarez et al. 2017, p. 43).

Letture: banche in riserva. Fullwiler sottolinea l'effetto di stabilizzazione dei tassi dovuto alla mobilitazione della riserva obbligatoria prendendo in esame il sistema che non la prevede: "Il fatto che gli obblighi di riserva siano collegati all'obiettivo del tasso di interesse è più chiaro quando si considerano le operazioni della banca centrale in assenza di obblighi di riserva. Senza obblighi di riserva, le banche detengono riserve solo per regolare i pagamenti, come gli assegni tratti sui conti dei clienti o i trasferimenti per i pagamenti diretti ad altre banche, al governo, o come regolamento delle transazioni di compensazione [or as settlement of netted clearinghouse transactions]. I prestiti creano depositi, mentre le riserve si limitano a regolare i pagamenti e ovviamente non forniscono alcun vincolo operativo sui prestiti bancari. Tuttavia [in tale sistema senza riserva obbligatoria], la domanda di riserve è estremamente anelastica per quanto riguarda la quantità di riserve che le banche desiderano per regolare i pagamenti per quel giorno. Se ci sono troppi o troppo poche riserve rispetto alla domanda delle banche, il tasso interbancario scenderà rispettivamente al tasso pagato dalla banca centrale sull'eccesso di riserve o salirà al tasso penalizzante della lending facility. Inoltre... c'è la possibilità di una sostanziale instabilità nel sistema dei pagamenti se non viene fornita liquidità sufficiente per regolare i pagamenti del giorno.

Per diminuire la difficoltà del compito della banca centrale di raggiungere il tasso di interesse desiderato senza eccessiva volatilità, le banche possono essere obbligate a tenere riserve addizionali dove sono in vigore gli obblighi di riserva, ma i prestiti creano ancora depositi e la disponibilità di riserve non "finanzia" la creazione di passività bancarie [depositi]. Invece, gli obblighi di riserva comporteranno tre cose. In primo luogo, obblighi di riserva significativi aumentano la quantità di riserve detenute e quindi riducono la probabilità che le banche finiscano la giornata in scoperto, riducendo così la probabilità di instabilità nel sistema dei pagamenti e aumenti indesiderati del tasso interbancario quando le banche cercano di evitare le commissioni di scoperto [ricorso alla lending facility]. In secondo luogo, dato un periodo di mantenimento di più giorni, riducono l'anelasticità della domanda di saldi di riserva nella maggior parte dei giorni - a parte la fine del periodo di mantenimento - permettendo di fare la media dei saldi di riserva detenuti rispetto agli obblighi di riserva nei vari giorni In terzo luogo, riducono l'incertezza da parte sia delle banche sia della banca centrale riguardo alla quantità di saldi di riserva richiesti al tasso obiettivo in un dato giorno ogniqualvolta il periodo di mantenimento è in ritardo rispetto alla fine del periodo di calcolo. In quarto luogo, data la ridotta inelasticità della domanda di saldi di riserva, ci può essere una ridotta necessità di operazioni da parte della banca centrale per sostenere il tasso target; per esempio, sia la Fed (periodo di mantenimento di 2 settimane) che la BCE (periodo di mantenimento di un mese) effettuano operazioni meno frequenti (attualmente circa una al giorno alla Fed; una alla settimana alla BCE) rispetto alla Banca del Canada o alla Banca d'Inghilterra, che non hanno effettivamente obblighi di riserva e (...) effettuano operazioni più frequenti" (Fullwiler 2008, pp. 15-17).

La Fed ha abolito dal marzo 2020 l'obbligo di riserva constatando il passaggio da un "limited reserve regime" a un "ample reserve regime" (Ihrig & Wolla 2020). Questo segue la constatazione che con l'espansione della liquidità a disposizione del sistema bancario da parte della Fed dal 2007-2008, il vincolo della riserva un giocava più alcun ruolo.

Abbiamo sopra notato che la banca centrale non ha potere esclusivo sulla creazione di riserve, di cui non è dunque precisamente monopolista. Per questo abbiamo sopra parlato di "domanda netta" di riserve da parte del sistema bancario: parte è infatti soddisfatta attraverso canali differenti dalle operazioni di politica monetaria che dobbiamo ancora considerare. Attenzione a non fraintendere. Le riserve sono sempre create dalla banca centrale. Su alcuni meccanismi di creazione (o distruzione) essa ha tuttavia esclusivo controllo, e sono le operazioni di politica monetaria (tavola 2.1); su altri meccanismi essa crea riserve in maniera automatica. Questi ultimi meccanismi sono perciò detti *canali autonomi* (o esogeni).

In aggiunta, con le operazioni di rifinanziamento la banca centrale non crea solo riserve, ma anche circolante (banconote), laddove la somma di riserve e banconote è talvolta denominata *base monetaria* - che seguendo la denominazione ufficiale chiameremo liquidità o *base money*. Un'altra diffusa denominazione, legata al concetto di moltiplicatore monetario (esaminato criticamente nella quarta lezione), è "moneta ad alto potenziale" (*high powered money*). Le banche commerciali devono soddisfare la domanda di circolante da parte del pubblico – che deve sentirsi sicuro di poter trasformare i depositi in banconote emesse dalla banca centrale. La banca centrale è monopolista nella creazione di banconote. La domanda di riserve – libere ed obbligatorie – più la domanda di circolante da parte del pubblico costituiscono il "liquidity deficit" (lordo) dell'economia. Vedremo che la domanda di banconote da parte del pubblico è un po' erratica: elevata nei periodi di vacanza e natalizio, bassa in altri. Questo scompiglia la politica monetaria: quando aumentano i prelievi di banconote ai bancomat, le banche se ne approvvigionano scambiando riserve contro banconote presso la banca centrale. *E questo, prof, diminuisce l'ammontare di riserve a disposizione delle banche...* Esatto e la banca centrale dovrà provvedere.

Il punto a cui siamo arrivati, prof, è che il sistema bancario esprime una domanda di liquidità della banca centrale (riserve più banconote) per soddisfare le proprie esigenze di riserva (libere e obbligatorie) e la domanda di banconote da parte del pubblico. Alla domanda di riserve delle banche dobbiamo a questo punto aggiungere la quantità di riserve assorbita dal conto di tesoreria del governo. In molti Paesi, infatti, quest'ultimo mantiene un proprio conto di tesoreria presso la banca centrale – ritenuta più solida delle banche commerciali. Movimentando questo conto, tuttavia, il governo crea qualche grattacapo alla banca centrale che si aggiunge a quelli dovuti all'erraticità della domanda di banconote. Infatti, quando il governo sposta fondi dal conto di tesoreria agli istituti di credito (per esempio per pagare le pensioni), esso determina un aumento delle riserve bancarie; viceversa, quando il governo riceve il pagamento delle imposte e trasferisce i fondi dai propri conti presso gli istituti bancari al conto di tesoreria, esso determina una diminuzione delle riserve bancarie. Tali aumenti e diminuzioni delle riserve possono determinare improvvise situazioni di eccesso o scarsità di riserve con indesiderate violente oscillazioni del tasso di interesse di mercato a breve termine. La banca centrale dovrà all'uopo monitorare da vicino la situazione per evitare queste oscillazioni. Insomma prof, da un lato la banca centrale cerca di soddisfare le esigenze di riserva obbligatoria delle banche in modo che nel mercato non ve ne siano né troppe né troppo poche, ma dall'altro la movimentazione del conto corrente che il governo ha presso la banca centrale sparglia le carte, quando il governo spende aumentano le riserve delle banche, quando il governo

*incassa queste ultime diminuiscono. Sì, è così. Come al solito una piccola *balance sheet* ci aiuta. Quando lo Stato, che è l'unico assieme alle banche a poter avere un conto corrente presso la banca centrale, spende 100 euro per pagare le pensioni, la banca centrale trasferisce 100 euro dal conto del governo ai conti di riserva delle banche. Queste ultime possono così accreditare le pensioni ai nostri nonni ignari di aver causato tanto scompiglio alla politica monetaria. Infatti la banca centrale dovrà in un qualche modo ridurre la quantità di riserve a disposizione delle banche, per esempio riducendo l'ammontare di liquidità settimanalmente messo a disposizione con le MRO.*

Banca centrale		Sistema bancario	
	<i>cc del governo</i>	+ 100 riserve	+ 100 cc
	-100 pagamento		pensionati
	pensioni		
	<i>cc sistema</i>		
	<i>bancario</i>		
	+ 100 riserve		

Tavola 2.3 – Il conto di tesoreria del governo

Come già accennato, la somma di banconote e riserve è detta “base money” (o base monetaria) che è così definita nel Bollettino della BCE (sett. 2017, p. 62, fn. 34): “La base monetaria [base monetaria] è costituita dalle banconote in circolazione, dai depositi che gli enti creditizi sono tenuti a detenere nei loro conti correnti presso l'Eurosistema per coprire la riserva obbligatoria (...) e dai depositi altamente liquidi detenuti dagli enti creditizi presso l'Eurosistema oltre il livello delle riserve obbligatorie (riserve in eccesso sul conto di riserva e ricorso al deposito marginale). (Si veda anche ECB 2011). In verità Bindseil (2004, pp. 48-9) puntualizza che anche il termine “base monetaria” ha poco significato in quanto somma due grandezze, il circolante e le riserve, che sono economicamente disomogenee. Dal punto di vista della banca centrale la grandezza rilevante ai fini del controllo di tassi è, come vedremo fra poco, la “liquidity position” del sistema bancario verso la banca centrale, non la base monetaria.

Prof, abbiamo la necessità di raccapezzarci meglio! Sì. Quello che abbiamo sinora detto è che la banca centrale intende soddisfare al centesimo la domanda di riserve da parte delle banche. Ci sono però dei “fattori di disturbo” che agiscono in maniera relativamente errabonda: parte delle riserve sono generate al di fuori delle operazioni di politica monetaria (dobbiamo vedere come), mentre la domanda di banconote e i movimenti nel conto del governo presso la banca centrale incidono sulla quantità di riserve in essere.

Per mettere ordine chiediamo di nuovo aiuto alle *balance sheet* seguendo l'esposizione di bel *paper* di Paul Mercier (2014) della Banca Centrale del Lussemburgo (però la lettrice si attrezzi ora con carta e lapis).

2.8. Il bilancio dell'Eurosistema a volo d'uccello

Per raccogliere e fissare le idee è questo punto utile prendere in considerazione il bilancio completo della BCE - più precisamente il suo "stato patrimoniale" un termine che sin dall'esame di ragioneria, ops! Ora si dice economia aziendale, mi incute timore, figuriamoci a voi. Ma non ci spaventiamo, la "balance sheet" della BCE ci permette di vederla ai raggi X. Come nel bilancio della nostra famiglia, a sinistra segniamo le attività, ciò che possediamo o altri ci devono, a destra le passività, ciò che dobbiamo ad altri. Con più precisione esaminiamo il bilancio dell'Eurosistema, cioè dell'insieme delle banche centrali dell'eurozona al 29 giugno 2007, un attimo prima che la crisi finanziaria si cominciasse a sentire.

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di euro, 29 giugno 2007)			
Attività		Passività	
Fattori autonomi dal lato delle attività	449	730	Fattori autonomi dal lato delle passività
<i>Oro e valute straniere</i>	318	633	<i>Banconote</i>
<i>Titoli domestici</i>	131	70	<i>Depositi del governo</i>
		27	<i>Altri fattori autonomi (netti)</i>
Operazioni di politica monetaria	464	183	Operazioni di politica monetaria
<i>MRO</i>	313	182	<i>Riserve*</i>
<i>LTRO</i>	150		
<i>Finanziamento marginale</i>	1	1	<i>Deposito marginale</i>
Totale	913	913	
* Riserva obbligatoria durante il periodo di mantenimento corrente: 186.			
Fonte: Mercier (2014).			

Tavola 2.4. Il bilancio dell'Eurosistema in tempi "normali"

A volo d'uccello affermare che dal lato delle attività vi siano le fonti di creazione della *base money*, mentre il lato delle passività ci indica dove è finita questa liquidità - il che è presto detto: o come circolante in mano al pubblico o in qualche conto corrente che le banche commerciali detengono

presso la banca centrale o nel conto di tesoreria del governo. Sia le attività che le passività sono distinguibili in *fattori autonomi* – esogeni dal punto di vista della banca centrale poiché non vi esercita che un limitato controllo – e *strumenti di politica monetaria* che sono invece sotto il controllo completo della banca centrale. Gli strumenti di politica monetaria sono quelli incontrati sopra nella tabella 2.1.

I *fattori autonomi dal lato delle attività (AFA)* comprendono titoli nazionali e stranieri acquistati dalla banca centrale; la lettrice identifichi per semplicità tale voce col “canale estero” di creazione di liquidità. I *fattori autonomi dal lato delle passività (AFL)* comprendono le banconote in circolazione, i depositi del governo e altre voci poco rilevanti.

Per ora prof ha solo complicato! Non è vero. Ora potete identificare con precisione nel bilancio dell'Eurosistema ciò che è sotto completo controllo della BCE e cosa no (i fattori autonomi).

Ritorniamo dal lato delle passività che esprimono la domanda di liquidità da parte del sistema (a quella data) e che la banca centrale soddisfa emettendo riserve e banconote. 913 miliardi può essere così definito *fabbisogno lordo di liquidità*. Essa proviene dalla domanda di riserve (183 miliardi di euro), dalle banconote desiderate dal pubblico cioè da noi (633), e dalla liquidità che il governo tiene nel proprio conto (70). Se aggiungiamo altre voci minori troviamo che la liquidità emessa dalla banca centrale a quella data era di 913 miliardi di euro. Vi faccio osservare che tale liquidità sta esclusivamente o nei depositi di banche e governo presso la banca centrale, oppure in banconote che sono in gran parte nelle nostre tasche.

Le modalità con cui il fabbisogno lordo di liquidità è soddisfatto le troviamo sul lato sinistro della *balance sheet*. Come abbiamo già esemplificato, a sinistra ci sono le fonti della liquidità, a destra dove sta la liquidità. Sia dal lato delle fonti che degli impieghi la banca centrale non controlla i fattori autonomi, e di questi ci dobbiamo ora occupare, a cominciare dal canale autonomo di creazione di liquidità, ovvero il canale estero. Successivamente ci occupiamo dei disturbi alla politica monetaria che derivano dai canali autonomi da lato delle passività.

Prof, perché in una nota della tavola 2.4 c'è scritto che la riserva obbligatoria in quel periodo di mantenimento era 186 miliardi di euro mentre l'ammontare di riserve effettivamente detenuto dalle banche era 182? In realtà 182 nel conto di riserva più 1 miliardo nella deposit facility. Beh, questo dimostra la flessibilità del sistema: le banche non devono ottemperare all'obbligo di riserva giorno per giorno. L'importante è che la banca centrale che offre nuova liquidità settimanalmente, e che,

conoscendo i depositi delle banche nel periodo di mantenimento precedente, conosce anche le loro necessità di riserva correnti (186 miliardi appunto), renda questo ammontare di liquidità disponibile.

2.8. Il deficit netto di liquidità

Prima di arrivare al canale estero introduciamo un altro concetto importante, il *deficit netto di liquidità*. Guardando al lato sinistro della tavola 2.4, nel complesso 449 miliardi di liquidità sono creati dalla BCE attraverso canali autonomi dalle proprie decisioni - principalmente, vedremo, attraverso il canale estero. Il resto della liquidità emessa dalla BCE, dunque $913 - 449 = 464$ è stata emessa attraverso le operazioni di politica monetaria, più precisamente MRO (per 313), LTRO (150), e un piccolo residuo attraverso la *lending facility* (1). Questa parte della domanda di liquidità che non è soddisfatta attraverso i canali autonomi si chiama *deficit netto di liquidità (net liquidity deficit)*, che la politica monetaria è chiamata a soddisfare al centesimo. Rammentate, se la politica monetaria non lo facesse, e permanesse un *liquidity deficit*, i tassi di mercato schizzerebbero verso l'alto. E' parte della politica del tasso di interesse soddisfare al centesimo il *deficit netto di liquidità*. (Ulteriori elementi sul disavanzo netto di liquidità sono nell'approfondimento online a questa lezione.)¹

Lettura: *liquidity management*. "In termini di offerta di liquidità della banca centrale, ...l'unica voce condotta a discrezione della banca centrale è quella delle operazioni di mercato aperto. Il punto chiave qui è che le banche centrali non sono sempre in grado di controllare perfettamente l'offerta di liquidità. La precisione del loro controllo dipende in gran parte dal grado con cui i fattori autonomi possono essere anticipati dall'ufficio operazioni su base giornaliera. Poiché la quantità di riserve richiesti è altamente anelastica agli interessi, la funzione principale delle operazioni di mercato aperto è quella di assicurare che la domanda di riserve da parte del sistema bancario sia soddisfatta o su base giornaliera o, laddove sono in vigore obblighi di riserva da rispettare in media, durante il periodo di mantenimento delle riserve. In caso contrario, si avrebbe un'estrema volatilità dei tassi di interesse (...). *Le operazioni di mercato aperto non sono utilizzate per fissare i tassi di interesse.* ...In assenza di una buona gestione della liquidità [*liquidity management*] da parte della banca centrale, il tasso overnight salirebbe vertiginosamente o scenderebbe a zero con molta frequenza (o al limite massimo e minimo delle *standing facilities* ove adottate)." (Dysiatat 2008, pp.3-4, mio corsivo).

Alla Fed la pensano più o meno allo stesso modo: "ogni giorno l'ufficio operativo che si occupa delle operazioni di mercato aperto [Open Market Desk] cerca di avvicinare il più possibile l'offerta di riserve al livello che lascia il tasso d'interesse di mercato uguale al tasso obiettivo". Un passo essenziale in questo

¹ Disponibile presso <https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/????????????> (Online n.1 lezione 2 Net liquidity deficit).

processo è prevedere accuratamente sia la domanda aggregata di riserve sia i cambiamenti nell'offerta esistente di riserve che sono dovuti a fattori autonomi al di fuori del controllo della Fed, come i pagamenti in entrata e in uscita dal conto del Tesoro e i cambiamenti nella quantità di moneta in circolazione. Gli errori di previsione porteranno l'offerta effettiva di saldi di riserva a deviare dal livello previsto e, quindi, causeranno una divergenza del tasso di mercato dal tasso obiettivo, anche se la domanda di riserva è perfettamente prevista" (Ennis & Keister 2008, p. 238).

Insomma prof, parte della liquidità viene creata autonomamente via canale estero, il resto la genera la BCE. Attenzione, la liquidità in euro è sempre generata dalla BCE, però parte passivamente (canale estero) e parte invece deliberatamente (operazioni di politica monetaria), per così dire.

Prof, io un'idea di cos'è il canale estero di creazione autonoma di liquidità ce l'ho, è venuto però il momento che lo spieghi anche agli altri lettori. Ha ragione, è ora di farlo.

2.9. Quel liquido del canale estero

Il canale estero pone in collegamento la creazione (distruzione) di liquidità con la bilancia dei pagamenti (si veda fra gli altri Baglioni 2004, p. 65). Per esempio, se la bilancia dei pagamenti, più precisamente le partite correnti, hanno un saldo positivo, un ammontare netto di valuta estera verrà presentata alla banca centrale per essere scambiata con valuta nazionale determinando da un lato creazione di liquidità per il sistema bancario, e dall'altro un incremento delle riserve ufficiali presso la banca centrale. La creazione di liquidità incrementa le passività nella *balance sheet* della banca centrale, mentre l'incremento delle riserve ufficiali è un aumento dei fattori autonomi dal lato delle attività. Il canale estero è dunque un fattore autonomo di creazione e distruzione di liquidità, autonomo nel senso che la banca centrale lo subisce. *Insomma prof, se i conti con l'estero sono in attivo la banca centrale accumula riserve ufficiali, per esempio, in dollari (segnate in alto a sinistra della tavola 2.4) ed emette in cambio riserve in euro; viceversa se i conti con l'estero sono in disavanzo, la banca centrale perde riserve ufficiali che cede in cambio di euro. Attivi nei conti esteri accrescono la liquidità emessa, disavanzi la diminuiscono. Sì, va bene.*

Vi sono delle complicazioni a questo semplice schema, tuttavia. Le trattiamo in un box che per ora potete magari saltare.

Un po' di moneta internazionale. Ciò che abbiamo detto circa il canale estero di creazione autonoma di liquidità vale in una certa misura per i sistemi a tasso di cambio fisso (come gli accordi di Bretton Woods negli anni cinquanta e sessanta dello scorso secolo, o il Sistema monetario europeo negli anni ottanta sino

all'avvento dell'euro). Per semplificare, esaminiamo solo i due casi estremi dei tassi di cambio fissi e flessibili, ignorando i regimi monetari intermedi, come i tassi di cambio fissi ma regolabili.

Prof, ricordi ai lettori la differenza fra tassi fissi e tassi flessibili. Lei è proprio l'avvocata del popolo! In maniera semplificata, coi cambi flessibili le autorità monetarie di un certo Paese si disinteressano del tasso di cambio, che sarà quindi determinato dalla domanda e offerta della valuta in oggetto nei mercati finanziari. Se per esempio c'è sfiducia in questo Paese, o se esso ha disavanzi commerciali, la sua valuta tenderà a essere venduta in cambio di valuta estera, e il tasso di cambio (il suo prezzo in termini di valuta estera) tenderà a deprezzare. Se il Paese ha invece stretto accordi di cambio fissi le autorità monetarie interverranno nei mercati per assicurare la stabilità del cambio. Nell'esempio, la banca centrale venderà valuta estera acquistando valuta nazionale per impedirne il deprezzamento. Potrà naturalmente farlo sintanto che ha divise straniere nelle riserve valutarie. Nei regimi intermedi le autorità monetarie interverranno, ma limitatamente a una attenuazione delle tendenze dei mercati.

Nella pratica finanziaria, le transazioni relative, ad esempio, al commercio internazionale avvengono attraverso trasferimenti di depositi tra banche internazionali utilizzando i conti *nostro/vostro* - strumenti finanziari che sono antiche invenzioni italiane. Ad esempio, la banca A ha un conto presso una banca estera B nella valuta nazionale della banca B. Dal punto di vista della Banca A si tratta di un "nostro", che indica "il nostro conto sui vostri libri contabili", mentre per la Banca B è un vostro, che sta per "il vostro conto sui nostri libri contabili". Vediamo cosa accade nei due regimi di cambio.

Tassi di cambio fissi

Per comodità torniamo ai tempi della lira e assumiamo tassi di cambio fissi lira/dollaro, come nel sistema monetario di Bretton Woods.

Una banca italiana ha un conto "nostro" presso una banca americana a New York. Attraverso questo conto la banca effettua pagamenti in dollari (quando un italiano importa un bene americano) e riceve dollari (quando esporta un bene).

Supponiamo ora che le importazioni superino le esportazioni, di modo che il conto della banca italiana non abbia fondi sufficienti in dollari. Cosa può fare? Nel breve periodo può naturalmente indebitarsi con la banca americana. Tuttavia, quando dovrà regolare il saldo, alla banca italiana non rimarrà che cercare dollari sul mercato internazionale dei cambi, offrendo lira in cambio di dollari. Questo però indebolirà la lira, facendo intervenire la Banca d'Italia sul mercato dei cambi, offrendo dollari (purché li abbia nelle riserve ufficiali). Nei fatti, è come se la Banca d'Italia vendesse dollari attraverso il mercato alla banca italiana in cambio di lire. *In pratica, prof, vuole dire che è il disavanzo nei conti esteri porta a una diminuzione delle riserve ufficiali e anche a un drenaggio di liquidità nazionale, insomma la regola semplificata di funzionamento del canale estero sopra esposta.* Sì.

In sintesi: "Se il governo operasse un sistema a tasso di cambio fisso, sembrerebbe più ragionevole considerare la variazione delle attività di riserva come una *voce accomodante*, in quanto deriverebbe dal fatto che il governo [attraverso la banca centrale] (passivamente) soddisfa il fabbisogno di valuta estera del settore privato" (Chaundy 1999, p. 12, mio corsivo).

Si osservi che, comunque, poiché la variazione delle riserve ufficiali (canale estero) implica drenaggio o immissione di riserve, la banca centrale dovrà compensare la scarsità o abbondanza relativa di riserve aggiustando la liquidità creata con le proprie operazioni di politica monetaria.

Si noti però come un sistema di cambi fissi vincoli la politica monetaria su due fronti: le riserve ufficiali si esauriscono, per cui la difesa del cambio fisso non può che passare attraverso l'indebitamento con l'estero e/o politiche di compressione della domanda interna che aggiustino i conti con l'estero riducendo le importazioni. In ambedue i casi può essere richiesto un aumento dei tassi di interesse, nel primo caso per incentivare i prestiti dall'estero, nel secondo per scoraggiare la spesa. Si pensi per esempio all'esperienza italiana nel Sistema monetario europeo in cui il tasso di cambio non competitivo determinava un disavanzo delle partite correnti e la necessità di capitali esteri per finanziare il debito estero; peraltro il disavanzo nei conti con l'estero era simmetrico alla necessità di un finanziamento estero del debito pubblico, sicché il pagamento di alti tassi di interesse determinò l'esplosione di quest'ultimo. Un capolavoro di cui ci portiamo ancora appresso le conseguenze (Cesaratto 2019, cap. 5; Cesaratto e Zezza 2019). Si veda anche la sezione 6 dell'appendice a questa lezione.

Tassi di cambio flessibili

In regime di tassi di cambio flessibili, la Banca d'Italia non interviene sul mercato dei cambi. Nell'esempio sopra riportato, il tasso di cambio lira/dollaro è lasciato fluttuare (la lira si deprezza) e, idealmente, questo porta ad un riequilibrio commerciale. (Il tasso di cambio può non cambiare se la banca italiana ottiene un prestito in dollari; se tuttavia i debiti totali dell'Italia si accumulano creando diffidenza nei confronti dei creditori stranieri, una crisi del tasso di cambio potrebbe essere solo rimandata).

Il canale (autonomo) estero funziona dunque nella maniera meccanica descritta poco prima del box solo in un sistema di cambi fissi, o i sistemi intermedi in cui la banca centrale utilizza le riserve per orientare il tasso di cambio.

Ci faccia capire prof. In tassi di cambio flessibili un disavanzo estero non porta a un decumulo di riserve ufficiali, in quanto la banca centrale se le tiene strette, ma a un deprezzamento della divisa nazionale. Ma un avanzo con l'estero non può che portare a un aumento delle riserve ufficiali e quindi della liquidità emessa, oltre che a un apprezzamento della divisa nazionale... Sì, ha ragione. La banca centrale ha un certo tasso obiettivo; se l'avanzo nei conti esteri porta a un aumento delle riserve e della liquidità emessa via canale estero, la banca centrale interverrà riducendo la quantità offerta attraverso le operazioni di politica

monetaria. Quindi, insomma, se c'è una certa domanda di liquidità e c'è troppa creazione di moneta via canale estero, la banca centrale distrugge l'eccesso creandone di meno lei. Esatto.

Il vantaggio dei cambi flessibili è nel fatto che la banca centrale non deve fissare il tasso di interesse per difendere il cambio, quindi la politica monetaria è più indipendente (si veda per esempio Forsterer & Mosler 2005, p. 542).

2.10. Quei Volsci dei fattori autonomi

Riprendendole fila del discorso, la banca centrale crea liquidità attraverso le proprie operazioni monetarie cercando di soddisfare al centesimo il fabbisogno di riserve delle banche, ma ha a che fare anche con la fonte autonoma di liquidità dovuta al canale estero, mentre l'ammontare di riserve in esistenza è disturbato dalla domanda di banconote e dal ricorso del governo al conto di tesoreria.

Sempre con riferimento alla *balance sheet* dell'Eurosistema (tavola 2.4), la banca centrale deve soddisfare al centesimo il deficit netto di liquidità:

Deficit netto di liquidità (464) = Fabbisogno lordo di liquidità (913) - Liquidità creata via canali autonomi (449)

Deficit netto di liquidità (464) = Liquidità creata via operazioni di politica monetaria (464)

In altre parole, se più liquidità è creata autonomamente, meno ne deve essere creata via operazioni di rifinanziamento.

Mi fuma un po' il cervello, però professore, perché le banche non impiegano l'eventuale eccesso di riserve per concedere nuovi prestiti? A lezione il prof di economia monetaria ci parlò del moltiplicatore dei depositi... Dimentichi queste sciocchezze! Abbiamo visto che la domanda di credito, e dunque la creazione di depositi, dipende dalla domanda di prestiti da parte di famiglie e imprese e non ha nulla a che fare con la disponibilità di riserve presso le banche. Queste ultime sono create alla bisogna" dalla banca centrale. Torneremo sul "moltiplicatore dei depositi" nella quarta lezione.

Va bene professore, ma cosa accade fra i Paesi dell'eurozona? Vedremo meglio nell'ultima lezione che i pagamenti all'interno dell'eurozona viaggiano sulla piattaforma Target 2 di cui abbiamo già accennato. Si può ripetere qui in breve che quando un Paese dell'euro area, la Spagna per esempio, effettua un pagamento verso la Germania, la Bundesbank è tenuta ad accreditare riserve a favore della banca del beneficiario del pagamento, quindi crea liquidità. In cambio ottiene un "Target 2 claim", una promessa di pagamento da parte della BCE. Per contro la Banca di Spagna ha cancellato riserve alla banca di chi ha ordinato il pagamento ed ha una "Target 2 liability", una passività, verso la BCE. Nel complesso dell'eurozona non vi è stata creazione netta di liquidità in quanto si sono

~~distrutte riserve in Spagna e create in Germania. L'eurozona vede una creazione netta di liquidità in corrispondenza a un afflusso netto di valuta estera, per esempio dollari, dovuto a un suo attivo di partite correnti.~~

E' dunque possibile individuare un deficit netto di liquidità del sistema bancario, la differenza fra il Fabbisogno di liquidità espresso dall'economia e la liquidità generata dai canali autonomi. La banca centrale è impegnata a soddisfare tale deficit netto attraverso le operazioni di rifinanziamento. Se non lo facesse, la scarsità di liquidità si tradurrebbe in un aumento dei tassi a breve nel mercato interbancario oltre il livello obiettivo della banca centrale. Il deficit netto di liquidità e le voci che contribuiscono a determinarlo è identificabile con precisione considerando lo stato patrimoniale dell'Eurosistema che risulta dal consolidamento dei bilanci delle 19 banche centrali che hanno adottato l'euro più quello della BCE.

Prof, ho capito che parte della liquidità domandata dal sistema economico consiste della domanda di riserve delle banche, ma se torno alla tavola 2.4 in fondo questa non è neppure la voce più importante, ci sono le banconote e questo conto del governo che ancora non ho capito bene... Sì, ha ragione. Mi faccia in primo luogo chiarire che la quantità di riserve richiesta dal settore bancario (182 miliardi di euro nella tavola 2.4) ricade fra le operazioni di politica monetaria in quanto la banca centrale controlla il coefficiente di riserva obbligatorio che, per esempio, fu ridotto nel gennaio 2012 dal 2 all'1 per cento. La quantità di banconote e saldo del deposito del governo (o dei governi nell'eurozona) non sono invece decisi dalla BCE e sono dunque fattori autonomi dal lato del passivo. Gli "autonomi", intesi come gruppo estremista, a Roma stavano a via dei Volsci, nel quartiere San Lorenzo – nemen omen. Un po' anarcoidi sono anche i fattori autonomi di cui parliamo.

Articolo bce 2021 su banconote

La **domanda di banconote** è esogena per la banca centrale. Il suo trend dipende dalle abitudini del pubblico circa l'impiego del circolante - su esse peserà anche la diffusione di attività sommerse e illegali, incluse quelle che si svolgono in Paesi non-UME che adottano l'euro (il caso di scuola è il Montenegro). E' inoltre una domanda che soffre di stagionalità, più elevata nel periodo natalizio e delle ferie estive (figura 2.2) quando la "gente" ritira molto contante dai bancomat per effettuare acquisti. La banca centrale è dunque impegnata ad anticipare tali fluttuazioni per impedire tensioni nel mercato interbancario in periodi in cui le banche sono costrette a trasformare le proprie riserve in banconote (e magari successivamente a riassorbirle). Questo lo si vede bene ricordando che una data *base money (BM)* creata dalla banca centrale soddisfa la richiesta di riserve da parte del sistema

bancario, che consideriamo data nel breve periodo e pari a R_b e la domanda di banconote da parte del pubblico (cioè noi), chiamiamola C (da circolante) per cui:

$$\overline{BM} = R_b + C.$$

Ora se C aumenta, a parità di BM , R_b non può che diminuire al di sotto delle necessità di riserva delle banche. La banca centrale deve dunque accrescere BM .

Come già accennato, soffrono di stagionalità anche i depositi che i governi detengono nei conti di tesoreria presso le proprie banche centrali nazionali (Figura 2.2): le giacenze si gonfiano nei periodi in cui vengono pagate le imposte, sgonfiandosi successivamente con il flusso dei pagamenti, più uniformemente diluiti nell'anno. Questo ha un effetto sulle riserve bancarie in quanto il pagamento delle imposte da parte dei privati si perfeziona con il trasferimento di riserve dal conto di riserva delle banche al conto di tesoreria, quindi con un drenaggio di riserve dal conto delle banche; questi ultimi conti si gonfiano, invece, per effetto dei pagamenti che lo Stato effettua trasferendo riserve dal proprio deposito alle banche (si osservi come le riserve circolino anche in questo caso esclusivamente fra i conti di riserva che banche e Stato detengono presso la banca centrale). La banca centrale è di conseguenza impegnata affinché le fluttuazioni esogene nell'ammontare di riserve bancarie non determinino shock nel mercato interbancario e fluttuazioni indesiderate del tasso a breve. La sua è una azione meramente passiva (accomodante) volta a preservare il tasso a breve obiettivo. Tutto questo lo si vede bene estendendo la nostra equazione della base monetaria per includere le riserve che sono nel conto corrente del governo, chiamiamole R_G :

$$\overline{BM} = R_b + R_G + C.$$

In questo caso se R_G aumenta R_b diminuisce. La Banca centrale deve dunque adeguare BM in maniera tale da assicurare alle banche le necessarie riserve.

Chart 3 Seasonal patterns of selected autonomous liquidity factors (2008-12)

(EUR billions)



Source ECB.

Note: The chart shows the deviations from the average outstanding banknotes and government deposits throughout the year.

Fonte: Bollettino BCE 1/2014

Figura 2

2.5. Tiriamo il bilancio

Possiamo ora enunciare nuovamente e con maggiore precisione la regola della politica monetaria in tempi normali detta anche politica del tasso di interesse: *normalmente compito della banca centrale è di stimare e soddisfare il disavanzo netto di liquidità del sistema che si genera al tasso di interesse obiettivo.*

Tramite la riserva obbligatoria la banca centrale cerca di assicurarsi l'esistenza di deficit di liquidità nel sistema, cioè una domanda di liquidità sopra quella creata autonomamente via i canali autonomi. Nelle parole di Borio (1997, p. 20):

In linea di principio, le banche centrali possono ugualmente soddisfare eccedenze e carenze nette di liquidità. Diverse banche centrali, tuttavia, preferiscono operare con deficit netti, come creditori netti piuttosto che debitori nel mercato. A parte la loro possibile influenza sulla domanda marginale di riserve, gli obblighi di riserva possono essere mirati ad aumentare la domanda media, trasformando così possibilmente un'eccedenza autonoma in un deficit netto di liquidità.

... e con le parole della BCE:

L'obiettivo del sistema di riserve minime è di stabilizzare i tassi d'interesse del mercato monetario e creare (o allargare) un deficit di liquidità strutturale" (Alvarez et al 2017, p. 43).

E infine con quelle di Ulrich Bindseil:

le banche centrali devono adeguare in linea di principio le loro operazioni di politica monetaria alle fluttuazioni dei fattori autonomi in modo tale che:

Operazioni di politica monetaria = Requisiti di riserva + Fattori autonomi netti

[464 = (182 + 1) + (730 – 449) nella tavola 2.4]

Si può chiamare il lato sinistro di questa equazione "offerta" e il lato destro ... "domanda" di riserve delle banche centrali delle banche. Di conseguenza, l'offerta di liquidità da parte della banca centrale deve essere tale da essere sufficiente sia per gli obblighi di riserva che per l'assorbimento di liquidità attraverso fattori autonomi (Bindseil 2014, p. 26).

Nella tavola 2.4 la BCE soddisfa al centesimo il *net liquidity deficit*, cioè la liquidità necessaria ma non già creata dai canali autonomi, e in particolare la domanda di riserve delle banche. Come sappiamo le riserve possono essere tuttavia mal distribuite, alcune banche esserne in eccesso ed altre in difetto. Compito degli scambi nel mercato interbancario è proprio di redistribuire queste riserve, un po' come i liquidi si livellano nei vasi comunicanti. Abbiamo anche imparato che la banca centrale fa leva sul corridoio dei tassi per far gravitare il tasso di interesse a breve verso il tasso obiettivo da lei scelto. *Com'è tutto logico prof, quasi estetico!* Sì, anche le questioni monetarie hanno i loro aspetti estetici, per parafrasare di nuovo Wilde!

Per rompere tanta estasi, dobbiamo però dire che tutto questo regge sin tanto che il mercato interbancario funziona bene quando, da un lato la BCE provvede a finanziare il *deficit netto di liquidità*; e dall'altro i prestiti inter-bancari provvedono efficientemente a redistribuire i fondi fra banche in temporaneo surplus e disavanzo, rispettivamente. Con riferimento alla tabella 2.4, nel giugno 2007 il ricorso alla Lending facility o il deposito di "fondi oziosi" nella Deposit facility era così limitato a situazioni marginali.

Caratteristica, invece, della situazione post-agosto 2008 è, come vedremo nella prossima lezione, la rottura del mercato interbancario quando, per assenza di fiducia, le banche smettono di farsi reciprocamente prestiti.

2.7. Quelle dissociate di banche centrali

Abbiamo sopra espresso il principio che variazioni delle riserve non abbiano nulla a che fare con *variazioni* del tasso di interesse. In questo esprimiamo il cosiddetto "decoupling principle" (principio di disaccoppiamento) di Borio e Disyatat (2009, p. 3): diversi livelli del tasso di interesse a breve

termine possono essere associati a medesime quantità di *base money*, e viceversa diversi livelli di liquidità possono essere associati a un medesimo tasso di interesse:

Il punto cruciale è che il tasso di interesse può essere fissato in modo del tutto indipendente dall'ammontare delle riserve bancarie disponibili nel sistema. La stessa quantità di riserve bancarie può coesistere con livelli molto diversi di tassi di interesse; al contrario, lo stesso tasso di interesse può coesistere con diverse quantità di riserve. ... Ci riferiamo a questo come al "principio del disaccoppiamento". È un principio che ha implicazioni di vasta portata per il resto dell'analisi (Borio e Disyatat 2009, p. 3).

Variazioni del tasso di interesse vengono infatti effettuate senza mutare l'offerta di riserve bensì tramite un *annuncio* della banca centrale al quale si adeguano le aspettative del sistema bancario.

Prima della recente crisi [del 2007-8], l'attuazione della politica monetaria nei vari paesi mostrò una convergenza generale su un approccio in cui l'orientamento della politica era definito esclusivamente in termini di un tasso di interesse a breve termine - d'ora in poi denominato "interest rate policy" (...). In questo approccio, il corrispettivo segnale di politica monetaria prende generalmente la forma dell'annuncio di un "tasso di policy", che definisce il livello desiderato del tasso di interesse. A loro volta, le operazioni di gestione della liquidità sono progettate esclusivamente per contribuire a rendere effettivo quel tasso di interesse: esse assicurano che un "tasso di riferimento" di mercato, tipicamente un tasso overnight, segua da vicino il livello di tasso di interesse desiderato. Come tali, le operazioni di gestione della liquidità svolgono un ruolo puramente tecnico e di supporto. Non incidono su, né contengono alcuna informazione rilevante per, l'orientamento generale della politica. (Borio e Disyatat 2009, pp. 2-3).

Non è dunque l'offerta di moneta, come nei libri di testo convenzionali, a segnalare l'orientamento (restrittivo o espansivo) della politica monetaria, bensì sono gli annunci circa il tasso obiettivo. Le variazioni nell'offerta di *base money* avranno esclusivamente il compito complementare di assecondare le eventuali variazioni nella domanda di riserve che si possano manifestare nel tempo a seguito dei mutamenti nel tasso obiettivo.

Letture: la politica monetaria, se vi pare. Piti Disyatat ribadisce come il tasso di interesse sia indipendente dalla quantità di riserve ("decoupling"), per cui variazioni della politica monetaria, cioè variazioni del tasso di interesse obiettivo, sono indipendenti dall'ammontare di riserve; dopo "diversi mesi", naturalmente, la variazione dei tassi può influenzare la domanda di riserve. Nota infine Dysiatat, questo è l'opposto di quello che dicono i libri di testo, cioè non è vero che per variare i tassi si deve variare l'offerta di moneta (cioè di riserve), è vero semmai in contrario, che in seguito alla variazione dei tassi col tempo potrà variare l'offerta di moneta: "I conti presso la banca centrale sono depositi delle istituzioni finanziarie che sono utilizzati per ottenere il regolamento finale di tutte le transazioni finanziarie. Nei paesi in cui sono in vigore obblighi di riserva, i depositi sono composti da riserve obbligatorie e riserve in eccesso. Ogni componente dei depositi è guidata da fattori diversi. Le riserve obbligatorie sono generalmente fissate in proporzione ai depositi in

essere, spesso con un ritardo in modo che le riserve obbligatorie per ogni dato periodo di mantenimento - il periodo in cui le riserve medie detenute dalle banche sono valutate rispetto all'obbligo - dipendono dall'ammontare medio dei depositi in qualche periodo di calcolo passato. Come tale, il livello delle riserve obbligatorie non è direttamente influenzato dai tassi di interesse. L'unico modo in cui i tassi di interesse possono influenzare le riserve obbligatorie è se un aumento dei tassi, ad esempio, si traduce in una minore domanda di depositi a causa del rallentamento dell'attività economica che, a sua volta, riduce la base utilizzata per calcolare i requisiti di riserva per i successivi periodi di mantenimento. Questo collegamento comporta necessariamente degli sfasamenti che in genere sono di diversi mesi. Pertanto, le riserve obbligatorie reagiscono al livello dei tassi d'interesse e non il contrario. La loro variazione non ha alcun ruolo nella determinazione dei tassi. Le riserve in eccesso sono tenute principalmente come un cuscinetto per tamponare gli shock di pagamento inaspettati e sono tipicamente molto piccoli... Come tali, non variano molto in risposta alle variazioni dei tassi di interesse" (Disyatat, 2008, pp. 4-6).

Dato che in tempi normali la quantità di liquidità non ha una relazione sistematica con il tasso di interesse, ed è quest'ultimo l'obiettivo della politica monetaria, guardare alla dimensione della *balance sheet* della banca centrale ci dice poco circa l'orientamento della politica monetaria. *Cioè prof, la banca centrale fissa i tassi, ed è poi il mercato a decidere quanta liquidità desidera, e la banca centrale lo asseconda.* Esatto. Facciamolo dire alla BCE (2015, p. 63):

In tempi "normali" la composizione e la dimensione del bilancio della banca centrale contengono informazioni limitate sul grado di accomodamento monetario fornito. La dimensione del bilancio deriva passivamente dalla necessità di orientare il tasso (o i tassi) di interesse a breve termine in linea con l'orientamento desiderato. La quantità di passività - così come le attività - e quindi la dimensione del bilancio è in gran parte determinata dalla domanda di fondi da parte delle controparti della banca centrale, che è, a sua volta, determinata dalle esigenze di liquidità del sistema bancario. In altre parole, la banca centrale deve fornire inelasticamente la quantità di riserve richieste dal sistema bancario per controllare il tasso di interesse a breve termine. La composizione delle attività e delle passività in bilancio riflette le caratteristiche istituzionali della gestione della liquidità della banca centrale, comprese le politiche di garanzia e le modalità di fornitura e assorbimento della liquidità. In breve, quando lo strumento della politica monetaria è il tasso di interesse a breve termine, la dimensione e la composizione del bilancio della banca centrale non forniscono informazioni sull'orientamento della politica monetaria".

Ci fermiamo qui per questa lezione. Nella prossima esamineremo le politiche monetarie adottate, in particolare dalla BCE, nei trascorsi 15 anni di continue turbolenze. Cominceremo col riassumere con l'aiuto di alcune rappresentazioni grafiche quanto detto sinora per poi spiegare perché, con le politiche non convenzionali, la *balance sheet* della banca centrale ci indica il suo orientamento.

Appendice

Banche centrali sregolate

A.2.1. Politica monetaria – Obiettivi e regole

Le banche centrali seguono, implicitamente o esplicitamente, delle *regole*: ogniqualvolta la banca centrale entra in possesso di informazioni che segnalano l'esistenza di condizioni monetarie che confliggono con i suoi obiettivi finali, essa agisce sugli strumenti a disposizione coerentemente con la regola adottata. Le regole devono essere semplici di modo che il pubblico le possa comprendere e adeguare le proprie aspettative al comportamento della banca centrale: in questo modo la realizzazione degli obiettivi finali è facilitata. Naturalmente le regole seguite dipenderanno dagli obiettivi. In genere le banche centrali controllando i tassi di interesse a breve cercano di condizionare quelli a lungo termine con l'obiettivo di stabilizzare inflazione e sostenere l'occupazione. Sia il peso relativo assegnato a inflazione e occupazione che le regole seguite riflettono spesso un background analitico piuttosto ortodosso. Passiamo ora in rassegna le regole più note. Vedremo poi come la BCE non segua rigidamente alcuna di queste regole, sebbene abbia un obiettivo prioritario piuttosto rigido, quello della stabilità dei prezzi. (Ulteriori elementi sulle regole di politica monetaria sono nell'approfondimento online a questa lezione).²

Cominceremo con la regola più "ortodossa" quella monetarista, procedendo verso regole più flessibili.

A.2.2. Targeting monetario

Una prima regola, di sapore squisitamente monetarista, è il *targeting monetario* - che anche la BCE tiene sotto osservazione. Com'è noto secondo la vulgata monetarista se i mercati sono flessibili, l'economia tende al pieno impiego. La moneta ha in questa visione principalmente la funzione di agevolare gli scambi. Poiché, inoltre, le quantità offerte sono determinate in corrispondenza al pieno impiego del lavoro e degli impianti, alla moneta è assegnato il solo ruolo di determinare il livello dei prezzi. Ne deriva che più se ne mette in circolazione, più i prezzi saranno elevati. *Ma allora la gente è più povera prof.?* No, i prezzi includono anche i salari e gli altri redditi. Se ad

² Disponibile presso <https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/> (Online n.2 lezione 2 Regole politica monetaria – equazioni).

esempio la banca centrale decidesse di intestare 500 euro a ciascun residente – una misura nota come “helicopter money” – l’effetto sarebbe, secondo i monetaristi, un aumento di tutte le grandezze monetarie senza effetti reali.

Noterete facilmente come il precetto dell’indipendenza della banca centrale – applicato allo statuto della BCE - col solo obiettivo di stabilizzare il tasso di inflazione derivi pari pari dalla tesi monetarista. Indipendenza della banca centrale significa evitare che essa sia al servizio di politici populistici con obiettivi velleitari.

La regola monetarista è dunque che la banca centrale persegua un tasso di crescita della quantità di moneta prestabilito. La BCE, per esempio, ha un obiettivo intermedio di una crescita del 4,5% di un aggregato monetario chiamato M3 ... *Ma stabilito in base a che prof.?* 4,5% sarebbe la somma del tasso di inflazione del 2% e di una crescita del reddito reale europeo del 2,5%. In sostanza la domanda di moneta in Europa crescerebbe annualmente del 4,5%, in parte perché aumentano i prezzi e in parte perché aumentano le quantità scambiate. L’offerta di moneta dovrebbe soddisfare questa crescita della domanda senza né eccedere, creando inflazione, né contenersi, causando deflazione.

La regola monetarista è attualmente in discredito in quanto non sembra esservi una relazione stabile fra quantità di moneta e prezzi. L’esempio più evidente è nel fatto che dal 2008 le banche centrali hanno inondato i depositi delle banche con un’enorme quantità di liquidità senza che questo abbia innescato alcuna esplosione del credito, della spesa e dell’inflazione. Prof, qualcuno dice: vedrete, succederà! Messa sotto controllo l’epidemia sperabilmente le economie si riprenderanno, e con esse magari vi sarà un po’ più d’inflazione. Ma questo sarà l’effetto della ripresa non certo dello scoppio di una bomba di liquidità sinora latente.

A.2.3. Inflation targeting

L’“inflation targeting” è un derivato più sofisticato della regola monetarista. In sostanza si ritiene che l’economia lasciata a sé cresca ad un tasso naturale di piena occupazione (dovuto a fattori demografici, tecnologici ecc.). Siamo quindi nel pieno del *laissez faire* marginalista. Si ammette tuttavia che un po’ di inflazione sia fisiologica, tipicamente il 2%. Con l’*inflation targeting* si identifica una *strategia basata sull’annuncio da parte della banca centrale di un profilo desiderato per l’inflazione futura*. L’obiettivo della stabilità dei prezzi è annunciato in maniera chiara e visibile agli operatori. In tal modo tutti i soggetti – le imprese che fissano i prezzi, i sindacati che fissano le loro richieste di aumenti salariali ecc. – adegueranno le proprie decisioni di prezzo a questo tasso.

Per esempio i sindacati sapranno che chiedendo aumenti del 2% all'anno del salario nominale difenderanno il potere d'acquisto dei lavoratori. La banca centrale interviene solo se qualcuno viola le regole, decidendo i suoi interventi correttivi sulla base dello scostamento dall'inflazione effettiva o prevista da quella programmata.

Se l'inflazione è superiore a quella annunciata la banca centrale interviene alzando i tassi di interesse con presumibili effetti negativi sull'economia. Poiché periodi di rapido rientro dall'inflazione possono avere severe ricadute sull'output – sebbene, secondo questa teoria, limitati al breve periodo - la stabilizzazione dell'inflazione può essere perseguita più *gradualmente* su un orizzonte temporale più lungo in modo da rendere meno severi gli effetti delle politiche. Si parla al riguardo di *inflation targeting flessibile*.

Per quanto la BCE non persegua apertamente una strategia di *inflation targeting*, si può ritenere che il suo obiettivo di un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2% da perseguire nel *medio periodo* indichi l'adozione di un *inflation targeting flessibile*.

Un'importante critica all'*inflation targeting* è infatti che esso presuppone nella sua formulazione più dottrinarica che, sebbene nel breve periodo una politica anti-inflazionistica determini cadute dell'output, quando le aspettative di soggetti circa il tasso di inflazione si saranno adeguate al tasso obiettivo della banca centrale, l'economia ritornerà sul suo sentiero di crescita normale. Questo è mostrato dalla figura A.2.1. Come si vede, in corrispondenza alla diminuzione del tasso di inflazione (parte sottostante della figura) v'è una caduta temporanea della crescita del prodotto (parte superiore della figura), che a processo di aggiustamento concluso torna però sul suo trend normale.

Figure 1: Output Loss Associated with Disinflation in a Conventional Inflation Targeting Strategy

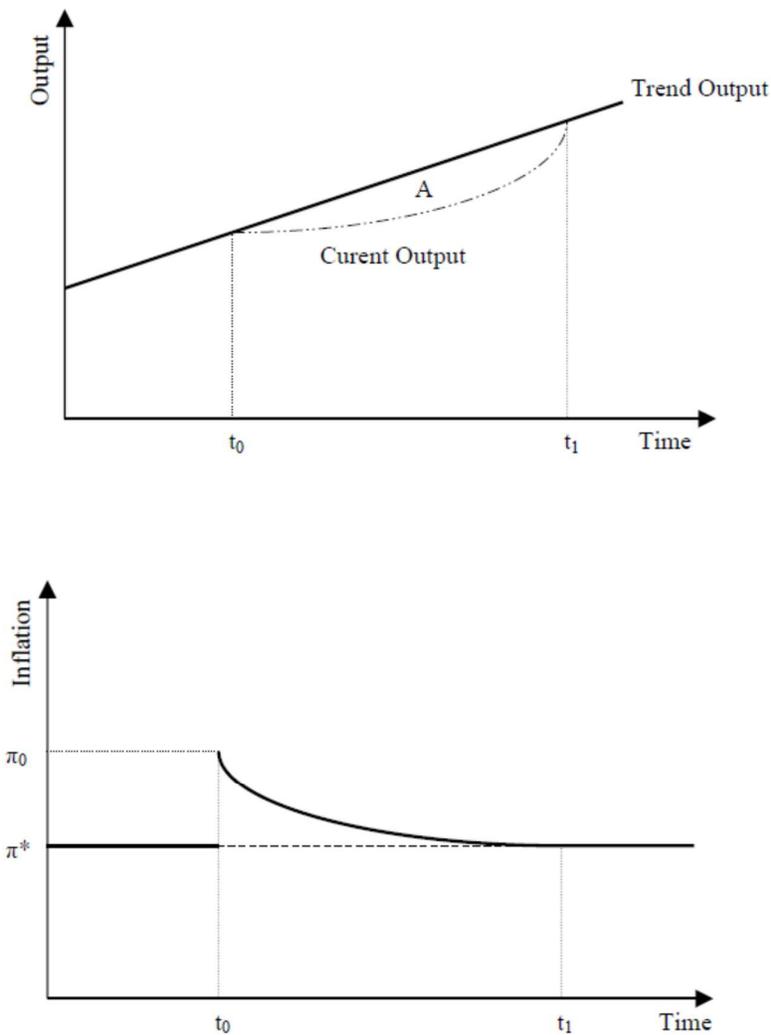


Figura A.2.1. – Effetti di politiche di rientro dall'inflazione: la visione ortodossa

È stato invece dimostrato che una caduta dell'output specie se prolungata ha effetti irreversibili su capacità produttiva e qualità della forza lavoro a causa della chiusura di impianti, della dismissione di lavoratori qualificati, o del mancato aggiornamento tecnologico. Le politiche di rientro dall'inflazione basate su violente restrizioni monetarie avrebbero dunque effetti negativi sulla crescita di lungo periodo. Questo è mostrato dalla figura A.2.2. Questa volta, in corrispondenza alla diminuzione del tasso di inflazione (parte inferiore della figura) v'è una caduta della crescita del prodotto (parte superiore della figura), che a processo di aggiustamento concluso non ritorna

però sul suo trend normale, ma su uno più basso in seguito alla perdita di capacità produttiva, competenze e sviluppo tecnologico causati dalla recessione. (Ça va sans dire che il concetto di trend normale, o naturale, di crescita riflette un modo di pensare molto mainstream: per gli economisti eterodossi queste sono pure fantasie. I tassi di crescita sono per gli economisti non-convenzionali un fatto storicamente determinato, in particolare dalle politiche economiche seguite dai governi. Con questi caveat, accettiamo questo concetto a puri scopi esemplificativi).

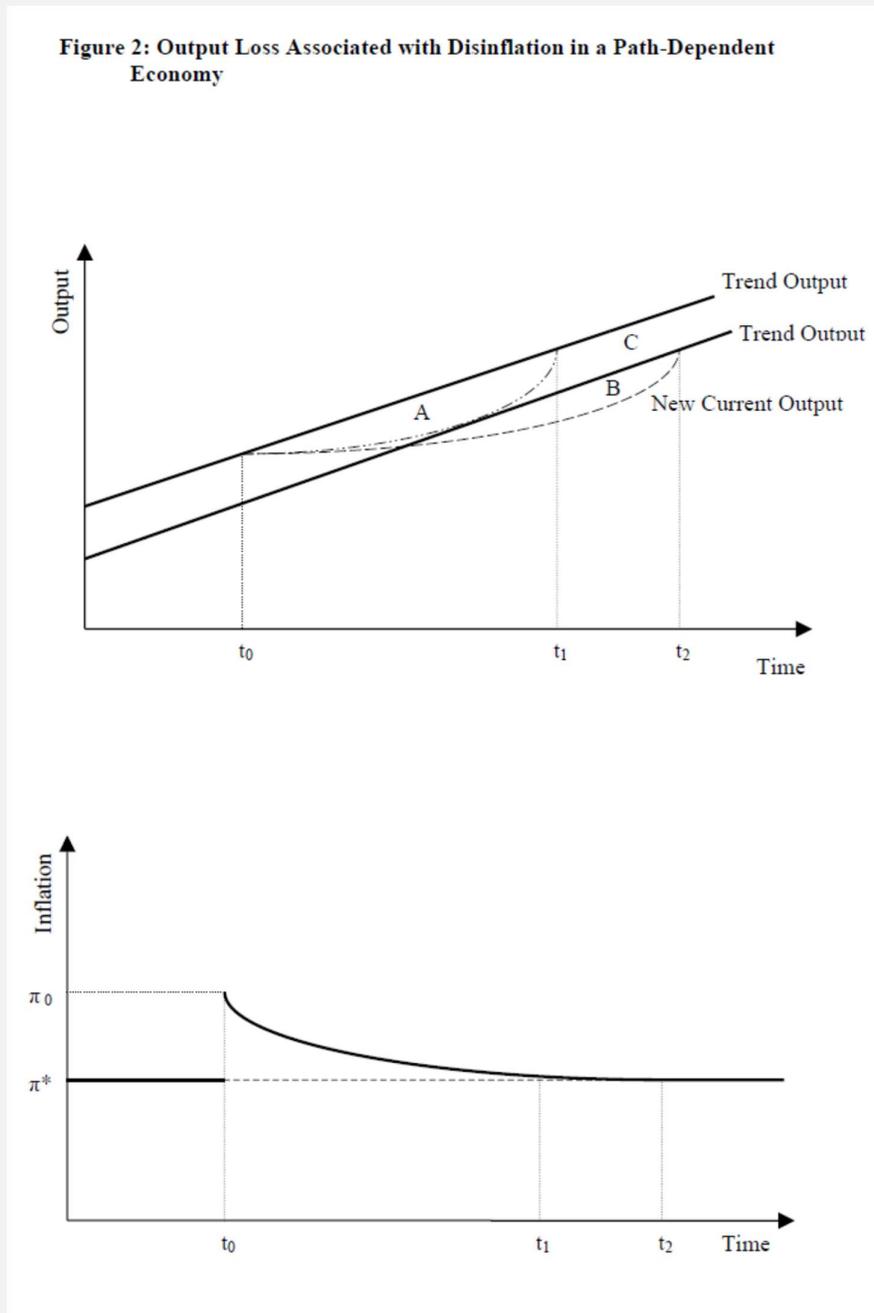


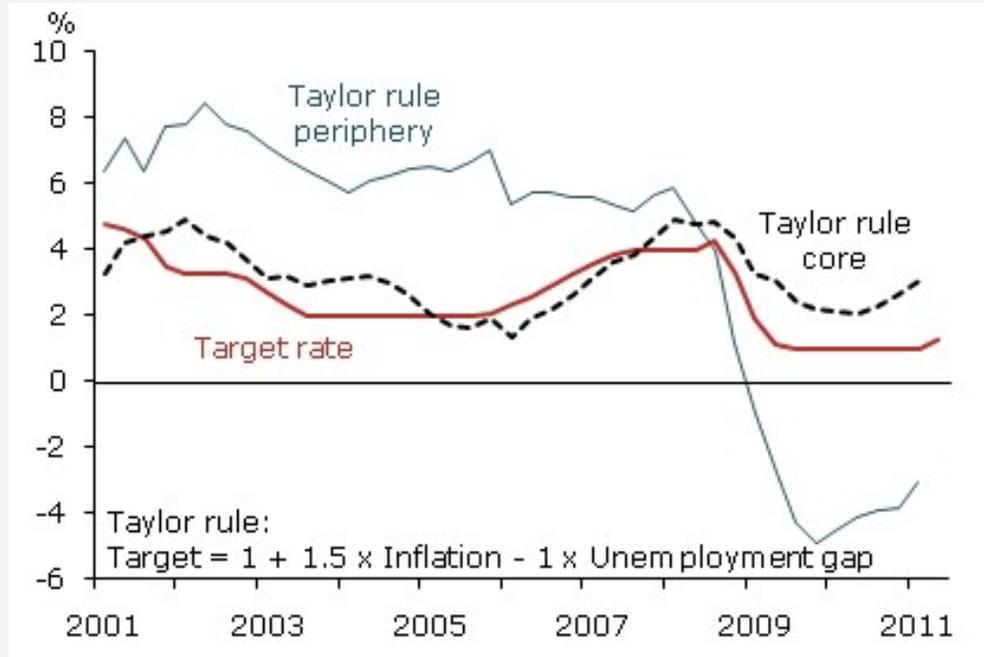
Figura A.2.2. – Effetti di politiche di rientro dall'inflazione: la visione eterodossa

A.2.4. Regola di Taylor

La regola di Taylor, dal nome dell'economista americano John B. Taylor che la propose un trentina di anni fa, è una regola di comportamento delle banche centrali in cui le scelte sono maggiormente sensibili alle scelte politiche (e alle teorie economiche che informano queste ultime), ma non facciamoci illusioni. L'obiettivo ultimo della politica monetaria rimane qui quello (marginalistissimo) della prevalenza nel mercato del tasso naturale di interesse, quello al quale l'economia è in pieno impiego con un tasso di inflazione basso e stabile – il solito 2% per capirci. *Ma prof, la banca centrale come fa a conoscere il tasso naturale?* Appunto, è quel tasso fissato dalla banca centrale al quale l'economia è in pieno impegno e i prezzi stabili. Poi siccome il pieno impiego è definito come quel livello dell'occupazione al quale i prezzi sono stabili, beh allora si capisce che la Regola di Taylor sia stata rapidamente surclassata dall'inflation targeting che fa della stabilità dei prezzi l'unico obiettivo. In pratica tuttavia, la regola assegna un maggiore margine di flessibilità alla banca centrale nella scelta del peso da assegnare, rispettivamente, alla stabilità dei prezzi e all'occupazione. Per esempio, se l'inflazione fosse al suo livello obiettivo, ma il reddito sotto al suo livello desiderato – per esempio a causa di aspettative particolarmente depresse – allora una banca centrale che desse particolare valore all'obiettivo dell'occupazione potrebbe decidere una diminuzione dei tassi per stimolare l'economia, anche se questo potrebbe far salire l'inflazione sopra l'obiettivo. Viceversa una banca centrale conservatrice potrebbe rialzare i tassi al primo accenno di aumento dell'inflazione senza badare troppo agli effetti negativi sull'occupazione.

One fits all? Nel decidere i tassi di interesse, una difficoltà per la BCE è certamente quella di trovarsi di fronte ad andamenti differenti dei tassi di inflazione e di disoccupazione nei diversi Paesi dell'UME: il tasso di interesse obiettivo è uno, le situazioni diversificate (*one fits all*). Questo mostra la difficoltà della BCE, fissata una regola di politica monetaria come ad esempio quella di Taylor, nello scegliere un tasso di policy ottimale per tutti. La figura A.2.3 mostra una interessante simulazione che confronta il tasso obiettivo effettivamente fissato dalla BCE nel decennio 2001-2011 (linea rossa) con il tasso che essa avrebbe dovuto fissare se avesse seguito le "esigenze" dei paesi periferici (linea azzurra), con il tasso commisurato alle esigenze dei paesi *core* (linea tratteggiata). Come si vede, nel periodo pre-crisi (sino al 2008) la BCE appare aver tenuto in maggior conto la situazione di debole crescita e bassa inflazione dei paesi *core*, e in minor conto la robusta crescita e più alta inflazione dei paesi periferici. Questi ultimi, di regola (di Taylor) avrebbero avuto bisogno di tassi più elevati prima della crisi, e più bassi in seguito alla crisi, prevenendo così l'insorgere di squilibri (si veda la quinta lezione in Cesaratto, 2019). *Ma allora prof, la BCE avrebbe fatto meglio a smorzare la crescita di alcuni paesi periferici come la Spagna?* Bella domanda! Per non

interrompere l'esposizione delle regole di politica monetaria mi permetta di tornarci sopra in coda a quest'appendice.



Nota: peripheral countries: Greece, Ireland, Portugal, and Spain; core countries: Austria, Belgium, France, Finland, Germany, and the Netherlands

Fonte: http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2011/el2011-18.html?utm_source=home

Figura A.2.3 – Regola di Taylor (centro/periferia) e tassi BCE, 2001-2011

A.2.5. Exchange rate targeting

Il targeting del tasso di cambio *ancora la politica monetaria a un tasso di cambio fisso verso una valuta stabile, vincolando in tal modo il livello di inflazione domestico*. Vincolare il tasso di cambio a una valuta stabile di un Paese leader (dollaro o marco, per esempio) significa vincolarsi a un tasso di inflazione pari a quello del Paese leader, pena la perdita di competitività. E' infatti intuitivo che se un Paese ha un tasso di inflazione superiore a quello dei partner che partecipano all'accordo di cambio esso perderà competitività – non potendola recuperare attraverso una svalutazione della propria divisa. La necessità di allineare il tasso di inflazione comporta un vincolo sulla politica fiscale che dovrà essere restrittiva se l'inflazione è troppo alta. Vincolando il tasso di inflazione obiettivo, il Paese vincolerà anche il proprio tasso di interesse obiettivo. Un margine di

indipendenza il Paese potrebbe ottenerlo imponendo un controllo sui movimenti di capitale (la libertà di esportare capitali all'estero o di riceverne). La libertà dei movimenti di capitale impone infatti al Paese un ulteriore vincolo: quello di uniformare i propri tassi a quelli esteri. Se così non fosse, infatti, un tasso di interesse nazionale più basso di quelli esteri comporterebbe un'uscita di capitali che porterebbe a un deprezzamento del cambio. *Perché prof?* Perché se si vogliono per esempio comprare titoli stranieri più redditizi di quelli nazionali questo comporterebbe di cedere valuta nazionale per acquistare divisa estera, e questo potrebbe comportare un deprezzamento del cambio, incompatibile col regime di cambi fissi.

Un esempio storico di *exchange rate targeting* è l'Italia nel Sistema Monetario Europeo (SME), il padre dell'euro (*de te fabula narratur*). La necessità di abbattere il divario inflazionistico coi partner europei avrebbe consigliato politiche fiscali restrittive – del resto coerenti col disegno disciplinatore dei padri dello SME come Andreotta e Ciampi. Ma i governi dell'epoca non se la sentirono di sottoporre l'economia italiana a un doloroso salasso, e anzi la politica di bilancio non fu restrittiva anche per compensare le minori esportazioni dovute al cambio via via meno competitivo. La progressiva liberalizzazione dei movimenti dei capitali faceva però crescere i tassi di interesse in linea con quelli internazionali riverberandosi sul costo del debito pubblico, sempre più dipendente dal risparmio estero (un disavanzo corrente con l'estero vuol dire che il risparmio nazionale non è sufficiente a finanziare i disavanzi pubblici). Una miscela che fece esplodere i debiti pubblici ed estero. Su queste vicende rimando a Cesaratto e Zezza (2019).

Come ben riassume Jevčák (2014) tassi di cambio fissi sono stati spesso di difficile mantenimento per economie deboli: "I tassi di cambio fissi sono stati comunque suscettibili di attacchi speculativi, sia perché i tassi di cambio ancorati a valute forti non erano sostenuti dalle politiche economiche interne, sia, più in particolare, quando diventava evidente che la politica monetaria della banca centrale che emetteva la valuta di riferimento non era probabilmente appropriata per i paesi ancoravano il cambio alla sua valuta".

Già, perché per ballare il tango si deve essere in due, e anche il Paese leader deve collaborare alla tenuta del sistema di cambi fissi, sostenendo la domanda interna e agevolando con la propria politica fiscale e monetaria la crescita dell'area e l'equilibrio delle bilance dei pagamenti. *E la Germania non l'ha fatto né nello SME né con l'euro, vero prof.?* Sembra proprio di sì.

A.2.6. Obiettivi finali e intermedi della BCE

Torniamo infine alle regole che segue la BCE.

Obiettivo finale della BCE è un tasso di inflazione inferiore ma vicino al 2% nel medio periodo. Allo scopo di mantenere l'obiettivo della stabilità dei prezzi, la BCE organizza e valuta l'informazione

disponibile relativa ai rischi per tale stabilità. Tale informazione viene raccolta sulla base di criteri dettati dai cosiddetti due pilastri: l'analisi economica e l'analisi monetaria.

L'*analisi economica* si riferisce a una serie di indicatori dell'attività economica nel settore reale che possono influenzare l'andamento dei prezzi. L'analisi monetaria è volta invece alle indicazioni che si possono trarre sulla base della relazione fra aggregati monetari e livello dei prezzi. Gli indicatori selezionati dall'analisi economica includono: "gli sviluppi della produzione complessiva; la domanda aggregata e le sue componenti; la politica fiscale; le condizioni del mercato dei capitali e del lavoro; un'ampia gamma di indicatori di prezzo e di costo; gli sviluppi del tasso di cambio, dell'economia globale e della bilancia dei pagamenti; i mercati finanziari ..." (ECB 2011: 71).

Il *secondo pilastro* è il *monetary targeting* ereditato dalla Bundesbank, ed è attualmente meno importante anche perché in discredito. Esso si basa sulla teoria quantitativa della moneta. Un modo per giustificare la sopravvivenza di questo *pillar* è nell'idea che il tasso di crescita della moneta determina il livello dei prezzi solo nel lungo periodo, mentre nel breve-medio esso dipende da un numero più ampio di variabili oggetto del primo *pillar*, l'analisi economica.

Si deve infine osservare che sebbene l'*inflation targeting* non sia ufficialmente adottato dalla BCE, esso può essere efficacemente rappresentato dall'obiettivo finale dell'inflazione sotto ma vicina al 2%.

A.2.7. Una regola keynesiana

Prof. ma sembra possibile delineare una serie di regole di condotta per la banca centrale di stampo keynesiano? Naturalmente sì.

In primo luogo si tratta di riconoscere che la politica monetaria ha effetti reali sia nel breve che nel lungo periodo in quanto influenza la domanda aggregata. Tali effetti sono diretti in quanto i tassi di interesse influenzano la spesa delle famiglie finanziata dal credito al consumo... *non quella delle imprese?* No, questa è una sciocchezza marginalista, le decisioni di investimento delle imprese dipendono dalla domanda attesa: le imprese aprono o rinnovano gli impianti solo se la domanda attesa tira. La politica monetaria influenza poi la politica fiscale rendendo per lo Stato meno costoso l'indebitamento e dunque la spesa in consumi e investimenti pubblici. In questo secondo senso la politica monetaria è ancella della politica fiscale. Questa viene definita "fiscal dominance", una parola aborrita dall'economia mainstream che favorisce invece la "monetary governance", cioè la politica economica dominata dalla priorità assegnata alla banca centrale di

stabilizzare i prezzi. Da ultimo compito di tale assegnazione è di tenere la disoccupazione sufficientemente alta sì da stabilizzare i prezzi, chiamando tale equilibrio disoccupazione naturale.

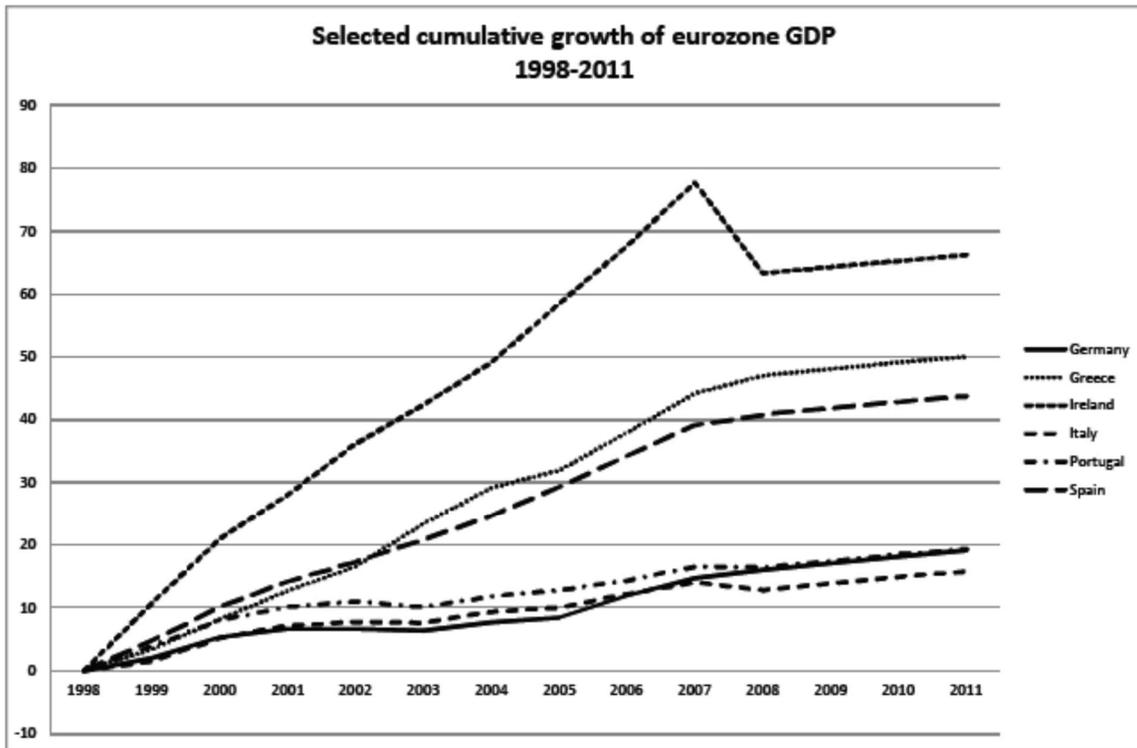
Ma prof. nel modello keynesiano che lei ci delinea chi si occupa di stabilizzare i prezzi?

Per i keynesiani più genuini l'inflazione è frutto del conflitto sociale, il quale si accentua quando l'economia è in piena occupazione. Allora il controllo dell'inflazione dipende dalla moderazione del conflitto attraverso politiche di accordo sociale, la classica soluzione socialdemocratica, invece che con l'elevata disoccupazione. La regola di base è che, una volta decisa la spartizione della torta, le fette, cioè i redditi delle singole categorie sociali (salari, profitti, redditi da lavoro autonomo ecc.) dovrebbero crescere in linea con la produttività. E' evidente che la spartizione iniziale deve essere piuttosto a favore del lavoro. In questo quadro anche lo Stato agisce da redistributore del reddito attraverso il sistema fiscale progressivo. La soluzione socialdemocratica è più facile a dirsi che a farsi, specie in società più complesse di quelle "fordiste" in cui dominavano la grande fabbrica e la classe operaia classica da un lato, e i grandi "padroni" dall'altro. Il termine "fordismo" deriva dall'intuizione di Henry Ford che la produzione di massa implicava elevare lo status sociale dei lavoratori in quanto consumatori. *Beh, non proprio rivoluzionario prof!* No, però il patto socialdemocratico ben declinato assicura il *Welfare State*, e soprattutto l'istruzione di massa e di qualità, dunque la mobilità sociale e l'elevazione culturale. Questa è ciò che interessa i socialisti pragmatici.

A.2.8. Ancora su Mr. Taylor and the EMU

Abbiamo osservato nella sezione A.2.4 come la BCE si sia trovata in difficoltà a gestire una politica monetaria unitaria a fronte di Paesi che, alla luce della regola di Taylor, esprimevano esigenze divergenti.

Le figure A.2.4 e A.2.5 qui di seguito danno un'idea dei diversi tassi di crescita nell'eurozona (prima e dopo la crisi cominciata nel 2008) e dei differenti tassi di interesse *reali* in alcuni paesi periferici a confronto con la Germania. *Tasso di interesse reale prof.?* Lei lo conosce, ma è gentile con gli altri lettori e me lo domanda. Il tasso di interesse reale è il tasso di interesse *nominale* meno il tasso di inflazione. Come tutti sanno, mentre il tasso di interesse accresce il valore di un capitale, l'aumento dei prezzi ne erode il potere d'acquisto. Allora per ottenere il rendimento netto (o reale) di un capitale dobbiamo sottrarre dal tasso di interesse guadagnato il tasso di inflazione: l'uno ci fa guadagnare, l'altro ci fa perdere, il netto è il tasso reale di interesse.



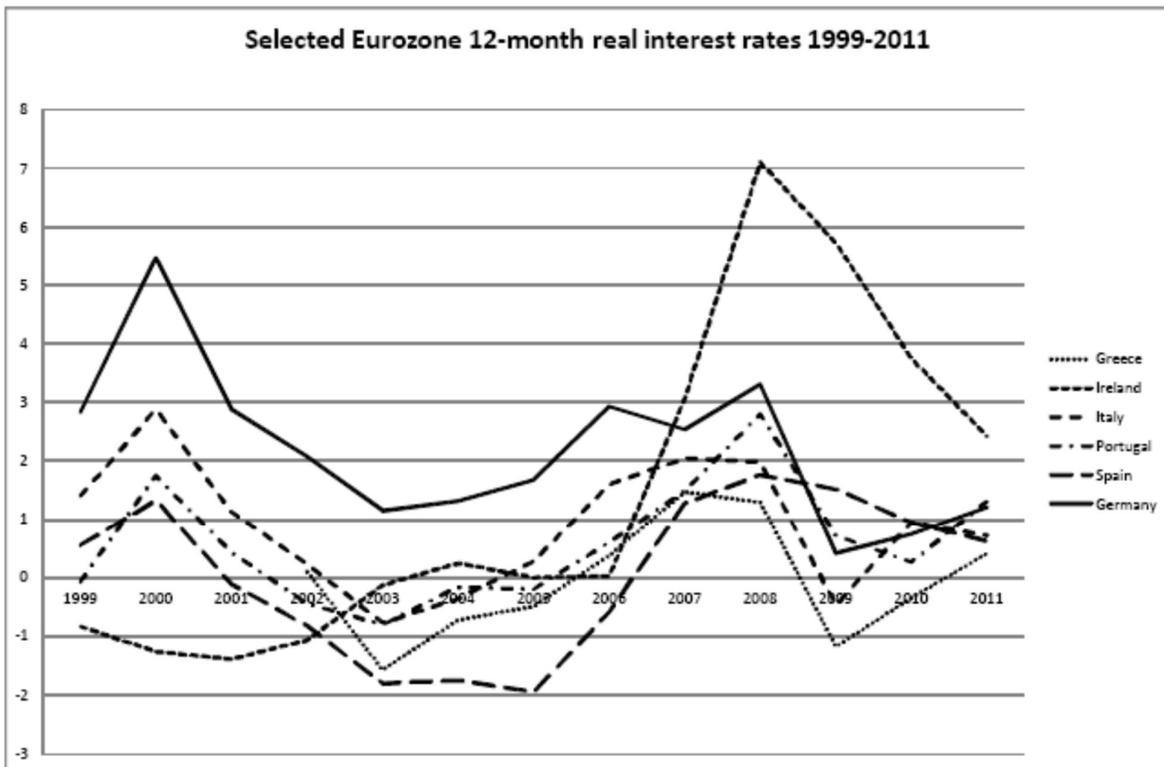
Fonte: <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/SCP201322.pdf>

Figura A.2.4 – Andamento del PIL in alcuni Paesi Europei (1998-2011) (rifare)

La figura A.2.4 mostra come nel periodo 1998-2008 alcuni Paesi della periferia europea siano cresciuti molto più della Germania, sebbene non tutti: Italia e Portogallo si sono allineati alla Germania (ma il Portogallo ebbe il suo boom in anticipo con l'apprestarsi dell'euro). Quando un Paese cresce molto, in genere aumenta il suo tasso di inflazione rispetto ai Paesi che crescono di meno. Questo perché in genere in un'economia che "tira" salari e prezzi tendono ad aumentare. Ma differenti tassi di inflazione significano, a parità di tassi di interesse nominali, differenti tassi di interesse reali: più bassi nei Paesi a più elevata inflazione e viceversa negli altri, come mostrato dalla figura A.2.5. In alcuni anni i tassi reali sono addirittura diventati negativi. Tassi negativi significa che conviene indebitarsi. *Cioè prof?* Cioè prendo a prestito al 2% e con l'inflazione al 3%, il tasso reale che pago è *meno* 1%. Quindi, già i tassi nominali erano relativamente bassi perché la BCE li teneva tali in vista della modesta crescita tedesca, in più nella periferia l'inflazione li portava in termini reali in territorio negativo. Questo fu di tremendo stimolo all'acquisto di case soprattutto in Spagna e Irlanda, o alla spesa pubblica in Grecia. *Ci fu anche la convergenza dei tassi a lungo termine prof!* Certo. L'attesa che tutti i debiti pubblici fossero sicuri quanto quello tedesco – nell'assunzione che nessuno Stato dell'UME sarebbe stato fatto fallire – fece convergere i tassi

sui titoli di Stato a 10 anni, verso il basso livello tedesco, e questi tassi sono il benchmark dei mutui a famiglie e imprese. Il boom immobiliare generò la crescita evidenziata nella figura A.2.4, un conseguente peggioramento della bilancia commerciale di quei Paesi e la crisi del loro debito estero dal 2008.

Ma quindi prof la BCE avrebbe fatto meglio a tenere i tassi alti sì da smorzare il boom di alcuni Paesi periferici? Certamente crescite guidate dagli investimenti edilizi sono illusorie perché non basate su investimenti industriali, e comportano boom delle importazioni invece che delle esportazioni. Purtroppo sistemi di cambio fissi *cum* liberalizzazione dei movimenti dei capitali hanno generato bolle edilizie sin dai tempi del *gold standard*. Ciò detto, un maggiore sostegno alla domanda interna tedesca a favore dei partner europei avrebbe potuto forse sostenere una crescita dell'UME con minori squilibri.



Fonte: <http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/SCP201322.pdf>

Figura A.2.5 – Andamento del tasso di interesse reale in alcuni Paesi Europei (1998-2011) (rifare)

Letture suggerite

Per questa lezione sono disponibili gli approfondimenti online... **Un semplice formalizzazione online delle varie regole è disponibile presso [https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/????????????](https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/)**

Per una critica introduttiva alle politiche monetarie di stampo monetarista si veda la seconda lezione di Cesaratto (2019); inoltre Pivetti (1996, 1998).

I tre testi fondamentali per la politica monetaria ampiamente citati nelle letture sono : Bindseil (2004b); Disyatat (2008); Fullwiler (2017). Utile anche per questa lezione è Ferrari e Ferrero (2019).

Per le vicende della crisi dell'eurozona non posso che rimandare alla quinta e sesta delle Sei lezioni (Cesaratto 2019).