

Strumenti di controllo dell'offerta di moneta

Possiamo distinguere due fasi della politica monetaria:

1. Fase strategica: individua gli obiettivi finali da raggiungere (tasso d'inflazione, livello dell'output, ecc.) e le modalità con cui intervenire
2. Fase tattica: individua gli strumenti e gli obiettivi operativi

Strumenti di politica monetaria:

- tassi ufficiali di interesse
- operazioni di mercato aperto
- riserva obbligatoria
- ceilings su depositi e crediti erogati

Obiettivi operativi:

- Tasso di interesse di mercato monetario e interbancario
- Base monetaria

Generalmente le banche centrali utilizzano gli strumenti (la regolazione della domanda e offerta di riserve bancarie) per influire su un obiettivo operativo come il tasso di interesse di mercato monetario

domanda di riserve bancarie

Fattori che determinano la *domanda di riserve bancarie*:

- Costo-opportunità e fattori istituzionali di mercato (domanda di riserve libere)
- Obblighi legali di riserva (domanda di riserve obbligatorie)

Le variazioni dell'aliquota di riserva sono uno strumento di politica monetaria: un aumento dell'aliquota di riserva riduce le risorse liquide delle banche che, quindi, sono costrette a rifinanziarsi a costi crescenti presso la banca centrale o a smobilizzare parte del proprio attivo => riduzione offerta moneta

Le modalità attraverso cui operano variazioni dell'aliquota di riserva possono essere spiegate attraverso il moltiplicatore monetario.

$$k \uparrow \Rightarrow m \downarrow \Rightarrow M = mBM \uparrow$$

L'esistenza di un regime di riserva obbligatoria consente alle Autorità di controllare la quantità di moneta, oltre che in via diretta attraverso cambiamenti del moltiplicatore, *in via indiretta* condizionando la gestione dei tassi da parte delle banche.

Infatti, allorché i tassi di mercato aumentano aumenta l'*onere implicito* della riserva:

$$\text{onere implicito della riserva } (i_o - i_{RoB})k$$

i_o tasso di interesse di mercato

i_{RoB} tasso di remunerazione della riserva

L'obbligo di riserva migliora il grado di precisione della politica monetaria

Si può dimostrare che quanto più elevato è il livello dell'aliquota di riserva obbligatoria tanto minore è la volatilità del tasso di mercato monetario.

La ragione è: i *segnali* sull'impostazione della politica monetaria (vale adire sul grado di restrittività della medesima) diventano incerti e hanno effetti attenuati sul comportamento dei privati.

Determinazione della riserva obbligatoria

$$\text{riserva obbligatoria} = \text{aggregato soggetto a riserva} \times \text{coefficiente di riserva}$$

Il coefficiente di riserva è stato fissato al 2% dalla BCE su depositi e titoli a breve (meno di due anni)

Non è richiesta riserva su depositi e titoli con durata superiore a due anni

Offerta di riserve bancarie

L'offerta di riserve viene regolata dalle banche centrali attraverso diversi canali

- Operazioni di mercato aperto
- Rifinanziamento

La riserva obbligatoria rappresenta un valido strumento di controllo della liquidità del sistema economico solo in un contesto contraddistinto da scarso movimento internazionale dei capitali.

Nel nuovo contesto, infatti, la liquidità può essere controllata solo con uno strumento flessibile (come le operazioni di mercato aperto) che consenta interventi giorno per giorno e infra-giornalieri.

Le operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto consistono nell'acquisto o nella vendita di attività, generalmente titoli pubblici.

operazioni di vendita = riduzione liquidità nel sistema
operazioni di acquisto = incremento liquidità nel sistema.

Le operazioni di mercato possono avere carattere *definitivo* o carattere *temporaneo*.

Attraverso le operazioni di mercato aperto la banca centrale influisce sull'offerta di base monetaria e quindi sul livello dei tassi di interesse di mercato.

Nel corso degli anni Ottanta le operazioni di mercato aperto sono divenute a poco a poco strumento principale cui si ricorre nei più importanti Paesi industriali per regolare la liquidità del sistema.

Le variazioni del tasso ufficiale di sconto

Il tasso di sconto costituisce il costo sostenuto dalle banche per rifinanziarsi presso la banca centrale. Variazioni di esso hanno inevitabilmente effetti sulla domanda e sull'offerta di prestiti bancari.

a. Effetti diretti

la domanda di rifinanziamento dipende dal differenziale tra il tasso di interesse di mercato (ad esempio, quello sull'interbancario) e il tasso di sconto. Allorché questo differenziale si alza la domanda di rifinanziamento aumenta:

$$RIF^d = RIF(i_o - i_R)$$

b. Un effetto d'annuncio

Variazioni del tasso di sconto possono segnalare cambiamenti nell'impostazione della politica monetaria. A seguito di tale annuncio il mercato può reagire "anticipando" variazioni effettive delle condizioni di mercato. Ad esempio, una riduzione del tasso di sconto, se costituisce un segnale di una successiva espansione dell'offerta di base monetaria, può indurre nelle banche una più elevata propensione ad erogare prestiti.

Il sistema europeo di banche centrali (SEBC : BCE e Banche Centrali Nazionali) crea liquidità principalmente attraverso le operazioni di rifinanziamento principali (ORP)

operazioni di rifinanziamento principali (ORP): operazioni di mercato aperto con frequenza settimanale e di pari durata.

Il SECB si avvale anche di operazioni attivabili su iniziativa delle controparti:

- *Operazioni di rifinanziamento marginali (ORM)*
finanziamenti overnight a fronte di garanzie
- *Depositi presso la Banca centrale*

Il tasso sulle ORM è il più elevato tra i tassi sull'interbancario. Il tasso sui depositi presso la BCE è il più basso.

Questi rappresentano il corridoi nel quale si muove il tasso sull'interbancario: *Euro overnight index average (EONIA)*

Tassi sui depositi interbancari:

- *Euro overnight index average (EONIA)* tasso interbancario sull'overnight
- *Euro interbank offered rate (EURIBOR)* tasso sui depositi interbancari con scadenza fino ad un anno

Determinazione dei tassi interbancari

Il mercato bancario si suppone essere imperfettamente concorrenziale.

Dato il tasso overnight, le banche massimizzando il profitto tendono ad eguagliare i costi marginali e i ricavi marginali al tasso di interesse overnight. Così facendo determinano i tassi di interesse sui depositi sui prestiti e l'ammontare di depositi e impieghi.

=>

I tassi sui prestiti sono determinati da un mark-up sul tasso overnight.

I tassi sui depositi sono determinati da un mark-down sul tasso overnight.

I depositi e i prestiti sono determinati in modo indipendente. Il controllo dei depositi da parte della BC non comporta controllo dei prestiti.

Razionamento del credito

Situazione in cui al tasso di interesse di equilibrio la domanda di credito eccede l'offerta.

Due tipi di razionamento:

1. *razionamento "dinamico"*, di natura temporanea in quanto dovuto ai ritardi con cui il tasso sui prestiti è adeguato al livello di equilibrio (può essere ricondotto all'esistenza di costi di aggiustamento del tasso sui prestiti)
2. *razionamento di "equilibrio"* di natura permanente in quanto prefigura una situazione in cui la banca massimizza il suo profitto in corrispondenza di un tasso sui prestiti inferiore a quello di equilibrio
 - ⇒ approccio basato sul rischio di insolvenza del prenditore di fondi
 - ⇒ approccio basato sulle asimmetrie informative

Razionamento del credito e rischio di insolvenza

Rigidità nei tassi d'interesse => razionamento del credito

- Fattori esogeni: ceiling sui tassi
- Fattori endogeni : ci sono diversi fattori per cui il datore non è disposto a variare il tasso d'interesse

Hodgman (1960): in corrispondenza di un dato ammontare di credito, nessun aumento di tasso può compensare il datore di fondi delle perdite attese per l'accresciuto rischio di insolvenza connesso alla crescita dell'ammontare di credito concesso.

Freimer e Gordon (1965):

la curva di offerta del credito non è sempre crescente ma presenta tratti decrescenti: in presenza di rischio d'insolvenza, all'aumentare del credito concesso aumenta il tasso d'interesse sui prestiti, ma solo fino ad un certo punto.

Per livelli di credito concesso molto elevati, ulteriori aumenti del tasso non compensano la banca per le perdite attese => La banca non è disposta a concedere credito.

Jaffee e Modigliani (1968):

le banche godono di un elevato grado di monopolio e possono, quindi, operare discriminazioni di prezzo ovvero di tasso di interesse.

Se la banca si comportasse come un monopolista perfettamente discriminante e applicasse un tasso differente a ciascun cliente, il razionamento del credito non sarebbe conveniente.

Nel mondo reale le banche, pur conoscendo esattamente il rischio di ciascun cliente, sono costrette ad applicare tassi uniformi a clienti diversi per l'esistenza di vincoli istituzionali o allo scopo di prevenire "guerre dei prezzi".

Razionamento del credito e asimmetrie informative

Limiti del modello di Jaffee e Modigliani:

l'incapacità delle banche di discriminare la clientela dipende da fattori esogeni

⇒ razionamento deriva ancora dai vincoli di natura esogena

Endogeneizzazione => informazioni asimmetriche

lemon 's principle (Akerlof, 1970):

a causa della *selezione avversa* (*adverse selection*), i beni di cattiva qualità spiazzano dal mercato quelli di buona qualità. Il “mercato” non essendo in grado di distinguere i beni di buona qualità da quelli di cattiva qualità, offre un prezzo medio che penalizza i beni di buona qualità. A causa di ciò, nel mercato si ha un equilibrio non walrasiano, per cui le contrattazioni di beni di buona qualità scompaiono, visto che i venditori non sono disposti ad accettare prezzi bassi, e la domanda di questo tipo di beni resta insoddisfatta.

Questa situazione può riguardare diversi mercati:

- del lavoro,
- delle assicurazioni
- del credito.

Nel mercato del credito, a causa dell' esistenza di asimmetrie informative la probabilità di insolvenza è una funzione crescente del tasso applicato sui prestiti, i_L ,

il profitto atteso della banca aumenta in modo non monotono rispetto al tasso.

⇒ esiste un tasso critico in corrispondenza del quale il profitto atteso della banca raggiunge una posizione di massimo.

Nota: le informazioni asimmetriche comportano sia problemi di adverse selection che di moral hazard

Keeton (1979):

se esistono asimmetrie di informazione, quando le banche innalzano i tassi d'interesse alcuni clienti tendono ad intraprendere progetti più rischiosi (problema di moral hazard).

⇒ i datori di fondi potrebbero non avere interesse ad accettare tassi più elevati dalla clientela

Un aumento del tasso comporta un aumento meno che proporzionale del rendimento atteso del datore di fondi poiché la probabilità di insolvenza si eleva. Quest'ultima può innalzarsi in misura tale che il rendimento atteso del datore di fondi diminuisce.

⇒ Esiste un livello di tasso d'interesse ottimale che massimizza il profitto del datore di fondi

Due ragioni:

1. l'effetto di *selezione avversa*
2. l'effetto di *incentivo avverso* (o di *moral hazard*).

L'effetto di selezione avversa

Allorché il tasso di interesse aumenta, i clienti meno rischiosi abbandonano il mercato.

L'effetto di incentivo avverso

Allorché il tasso di interesse si eleva, i prenditori di fondi saranno indotti ad intraprendere progetti più rischiosi.

All'aumentare del tasso, il rendimento del progetto meno rischioso diminuisce in misura maggiore di quello del progetto più rischioso poiché è più probabile che il primo consenta il pagamento del tasso d'interesse promesso.

Tasso d'interesse reale ed effetto Fisher

In assenza d'incertezza e mercato dei capitali privo di frizioni

$$(1 + i_T) = (1 + r)(1 + \dot{P})$$

i_T tasso nominale sui titoli a lungo termine

r tasso d'interesse reale

\dot{P} tasso d'inflazione

Dato che $r\dot{P}$ è piccolo, l'identità approssima

$$i_T = r + \dot{P}$$

Quest'ultima è chiamata identità di *Fisher*

In caso vi sia incertezza

$$i_T = r + E_{t-1}\dot{P}$$

Nella teoria keynesiana un aumento dell'offerta di moneta determina una riduzione dei tassi (reali e nominali).

Tuttavia, se a seguito della riduzione dei tassi, il reddito cresce e così il tasso d'inflazione, allora un aumento dell'aspettativa d'inflazione determina un aumento dei tassi nominali (*effetto Fisher*)