

Mercato monetario, banche e nuove procedure di controllo della banca centrale *

MARIA LUISA MARINELLI

1. Introduzione

A partire dagli anni '80, abbandonati i controlli diretti del credito, le politiche monetarie hanno subito grandi trasformazioni passando prima al governo della base monetaria, poi al controllo dei tassi sul mercato monetario. Questi mutamenti sono stati imposti dal generale processo di "mercattizzazione", innovazione e internazionalizzazione dell'intermediazione finanziaria. La nuova sequenza della trasmissione della politica monetaria vede come obiettivo operativo della banca centrale il tasso a breve-brevissimo termine sul mercato della liquidità bancaria o mercato monetario, da raggiungere attraverso le operazioni temporanee in titoli pronti contro termine e il tasso ufficiale sul rifinanziamento.¹ L'obiettivo intermedio (se esiste) è il tasso sui titoli (poche banche centrali mantengono la moneta); l'obiettivo finale è la stabilizzazione dei prezzi. Il raggiungimento degli obiettivi operativi, intermedi e finali, oggi più che mai, passa attraverso il comportamento bancario, dato che il tasso sul mercato monetario è di riferimento diretto per i tassi sui crediti e sui depositi bancari.

Il compito del presente lavoro è quello di capire più a fondo i presupposti del controllo del tasso monetario da parte della banca

□ Università degli Studi di Pisa, Dipartimento di Scienze Economiche, Pisa.

* Desidero ringraziare P. Meoli e M.L. Ruiz per aver discusso con me alcuni punti del lavoro, nonché due anonimi *referees* per gli importanti suggerimenti offertimi. La responsabilità degli eventuali errori rimane ovviamente tutta a mio carico.

¹ Per una completa e dettagliata rassegna delle nuove procedure operative adottate nei paesi industrializzati si veda Borio (1997). Per quanto riguarda il *modus operandi* della Banca d'Italia prima del gennaio 1999 si vedano Angeloni (1994) e Sarcinelli (1995).

centrale e le sue conseguenze sui tassi e sull'attività bancaria, sotto ipotesi diverse circa il funzionamento del sistema bancario.

La banca centrale (d'ora in poi BC) può intervenire sulla liquidità bancaria per aggiustare quella proveniente da fonti esterne (bilancia dei pagamenti, deficit pubblici, e così via), oppure per cederla, autonomamente, attraverso le operazioni di rifinanziamento. La maggiore autonomia delle banche centrali dalle autorità governative, e dunque la cessazione del finanziamento monetario dei deficit pubblici, ha portato a porre maggiore enfasi sulle operazioni di rifinanziamento e sul governo della liquidità bancaria. Il rifinanziamento ha subito grandi trasformazioni nell'ultimo decennio, passando da metodi di tipo personale e diretto a metodi impersonali, poiché mediati da un mercato e dal suo prezzo: il mercato monetario. Il mercato monetario (o della base monetaria, BM) ha in realtà due componenti, quella privata, dove si trasferisce la base monetaria tra le stesse banche (depositi interbancari), e quella ufficiale, dove contrattano BC e aziende di credito; i tassi di entrambi i mercati sono abbastanza allineati. Il mercato monetario ha la grande funzione di facilitare e rendere più redditizia la gestione di tesoreria delle aziende di credito e di allocare tra di esse in maniera più efficiente rispetto a prima la BM creata dalla BC, diventando in tal modo palestra, seppure indiretta, della nuova gestione della politica monetaria.

Per capire se la BC abbia effettivamente il controllo del mercato monetario, attraverso la fissazione del tasso sul rifinanziamento o della quantità ceduta di base monetaria, dopo aver chiarito la tipologia delle riserve bancarie (par. 2), considererò due regimi bancari estremi: quello della banca creatrice di credito e di depositi (*old view*) (par. 3) e quello della banca intermediario (*new view*) (par. 4), limitando peraltro l'analisi ai mercati bancari del credito, dei depositi e della base monetaria. Il contesto è deterministico; non mi inserirò pertanto nella disputa sul "controllo ottimo" - quantità o tasso - in presenza di shock esogeni.² L'interesse è piuttosto sulle reali capacità di determinazione degli obiettivi operativi e intermedi comunemente considerati (quali il tasso monetario, i tassi bancari e la moneta) attraverso la ge-

² La problematica della scelta dello strumento intermedio (moneta o tasso), o di una qualsiasi regola che minimizzi le fluttuazioni del reddito (o di altro *target*) dall'obiettivo prefissato, è iniziata con Poole (1970), si è arricchita con Friedman (1990) e continua fino ai nostri giorni, complicandosi mano a mano che la catena della trasmissione della politica monetaria si allunga e le fonti possibili di instabilità aumentano.

stione della liquidità bancaria, che le BC oggi attuano con strumenti di mercato. Per far questo, nel paragrafo 5 parlerò più in dettaglio del mercato interbancario, del suo ruolo nell'equilibrio del settore e nella trasmissione della politica monetaria; parlerò inoltre del "corridoio" dei tassi ufficiali (par. 6) e della determinazione del suo livello nel medio e nel lungo periodo, avendo come riferimento l'esperienza italiana recente. Nel paragrafo 7 indicherò le affinità, di contesto e di strumenti, tra la politica monetaria europea e il modello da noi proposto. Le considerazioni conclusive sull'efficacia della politica del rifinanziamento (par. 8) appaiono in sostanziale contrasto con molte opinioni correnti, in quanto sostengono che, nel nuovo contesto, sia le riserve bancarie sia i tassi a cui esse vengono cedute risultano sostanzialmente endogeni. Gli interventi ufficiali mantengono funzioni importanti per l'attività bancaria e finanziaria in generale, come quella di smussare le oscillazioni dei tassi monetari nel breve periodo e di segnalarne i livelli di equilibrio di lungo, ma non quella di determinare lo stock di moneta né i tassi a breve termine.

2. Riserve e rifinanziamento bancario

Assumo nel prosieguo che il circolante sia trascurabile (o stabile) e che pertanto la base monetaria sia costituita unicamente dalla liquidità bancaria.

In un bilancio bancario semplificato troviamo le riserve mantenute tra le poste attive, sotto forma di usi: riserve obbligatorie (ROB), riserve in eccesso (RE), mentre le fonti di esse vanno ricercate nel passivo. Se la base monetaria perviene esclusivamente alle banche da fonti esogene come deficit pubblici, surplus della bilancia dei pagamenti, vendita di titoli al pubblico, essa assume la forma di depositi primari (indistinguibili rispetto a quelli secondari prodotti dall'attività creditizia). La BM può però anche essere presa a prestito presso l'istituto centrale; questa fonte di BM (per ora indicata come FINBC) è di tipo endogeno, poiché desiderata e concessa in funzione delle condizioni presenti sugli altri mercati bancari.³

³ Dal lato della domanda, le riserve volontarie dovrebbero comprendere anche la posizione attiva sull'interbancario e il margine disponibile sul rifinanziamento. Nel passivo, le riserve prese a prestito dovrebbero distinguersi tra quelle attinte dalla ban-

$$ROB + RE + CR \equiv D + FINBC,$$

CR e D indicano, rispettivamente, i crediti e i depositi.

Le riserve in eccesso sono quelle tenute a scopo precauzionale, al di fuori degli obblighi legali; esse si possono concepire come funzione diretta del costo del rifinanziamento, r_{cb} , e inversa del loro costo opportunità, r_{cr} (il rendimento degli impieghi bancari al netto del tasso che le banche possono ottenere sulla riserva stessa, supposto per semplicità pari a zero - cfr. eq. 2).

Esplicitato il mercato della BM e dei depositi (credito), l'aggregato del credito (depositi) risulta determinato dal vincolo di bilancio. Come è noto, l'*old view* dei libri di testo spiega la possibilità di controllo della moneta essenzialmente attraverso il governo della base monetaria esogena (BME^s).⁴ Fino a che non si considerano le riserve in eccesso la moneta è un semplice multiplo della base monetaria, poiché le banche mantengono le riserve (intese essenzialmente come obbligatorie, ROB) secondo una proporzione α dei depositi. Se invece si considerano anche le riserve in eccesso e la loro risposta inversa al tasso sugli impieghi bancari (eq. 2), l'offerta di depositi (credito), che manda in equilibrio la domanda con l'offerta di BM, diventa funzione crescente del tasso di interesse r_{cr} , oltre che della BME^s (eq. 4 e Figura 1a). Infatti, all'aumentare del tasso sui crediti (con un tasso sul rifinanziamento r_{cb} costante) la domanda di BM da parte delle banche diminuirebbe se non fosse compensata da un maggior livello di attività bancaria.

$$(1) \quad BM^d \equiv ROB + RE$$

$$(2) \quad BM^d = \alpha D + RE(r_{cr}^-, r_{cb}^+)$$

$$(3) \quad BM^d = BME^s$$

$$(4) \quad D = \frac{1}{\alpha} BME^s - \frac{RE(r_{cr}^-, r_{cb}^+)}{\alpha}.$$

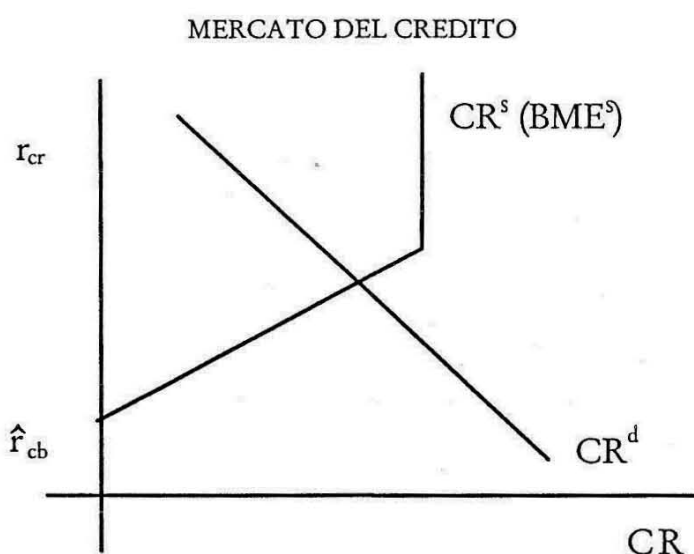
ca centrale e quelle attinte sull'interbancario. Vedremo meglio questa distinzione in seguito. Per un'analisi approfondita di tutte le componenti delle riserve bancarie e della loro gestione cfr. Polato (1995).

⁴ Secondo Brunner e Meltzer (1991, p. 99), per interpretare l'effettiva natura della politica monetaria era opportuno rifarsi all'aggregato della "base monetaria aggiustata" (al netto delle riserve prese a prestito) che, in quanto esogena, «sintetizza le operazioni dell'autorità monetaria durante i periodi di obblighi di riserva e di tassi di sconto immutati».

Le RE si suppongono non negative. Il segno in apice alle variabili indica il segno della derivata parziale.

Per ogni BME^s otteniamo dunque un'offerta di depositi che dovremmo poi confrontare con la domanda degli stessi; oppure potremmo esplicitare un'offerta di crediti da confrontare con la domanda degli stessi, come riportato nella figura 1a. L'offerta di credito aumenta con il tasso r_{cr} , ma mantiene il suo valore massimo $[(1/\alpha) BME^s]$ in corrispondenza del valore minimo raggiunto dalle riserve precauzionali.

FIGURA 1A



Se le riserve pervenute sono insufficienti ad assolvere gli obblighi e i motivi precauzionali, altre ne possono essere prese a prestito dall'istituto centrale (FINBC). La decisione di prendere a prestito la liquidità è considerata simmetrica rispetto a quella di tenere riserve in eccesso.⁵ Considerando le riserve mutate è utile distinguere tra un vecchio e un nuovo regime, a seconda che sia assente o presente il mercato monetario. Fino a che non vi era un mercato monetario efficiente e un rifinanziamento centrale a un tasso collegato a esso, potevano coesistere alti livelli sia di riserve in eccesso sia di prestiti presso l'istituto centrale; inoltre, all'interno di una

⁵ Alcuni rappresentano nel modello un'unica "posizione difensiva" (o precauzionale) della banca, che può risultare attiva o passiva a seconda delle circostanze, e che ha la sua ragione di esistere nella forte instabilità della provvista e degli impieghi bancari. Uno dei primi modelli microeconomici della banca che dà rilievo alla domanda di liquidità precauzionale è quello di Tobin (1982).

stessa azienda di credito, la posizione debitoria presso la BC poteva coesistere con una creditoria.

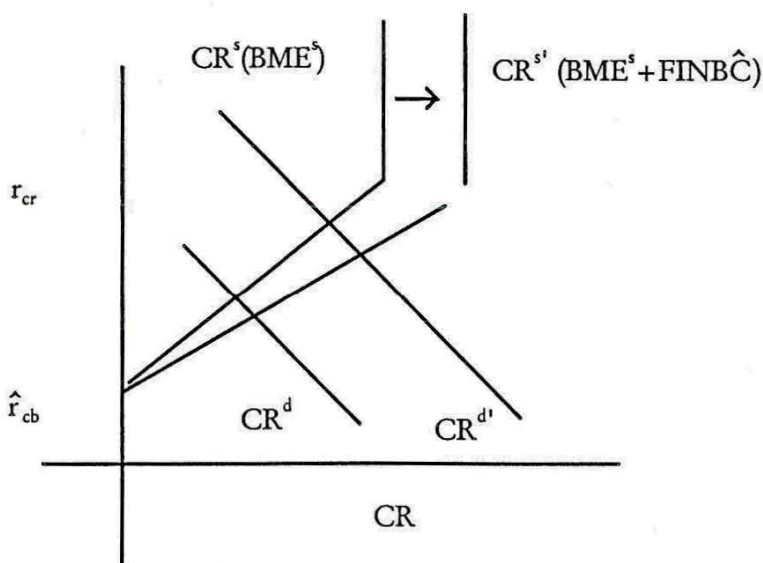
Interessante è che, a livello aggregato, il rifinanziamento concesso andava ad allentare il vincolo del moltiplicatore potenziale, aumentando le fonti di BM su richiesta delle singole aziende (eq. 5). La curva di offerta di credito (moneta) tendeva così a dipendere positivamente da quella di domanda e a diventare più elastica al tasso (Figura 1b). L'offerta complessiva di BM rimaneva peraltro sostanzialmente esogena (endogeno rimaneva semmai, ancora una volta, il suo grado di utilizzo), perché, a causa del tasso agevolato (\hat{r}_{cb}) praticato dalla BC, il rifinanziamento doveva di fatto venire razionato⁶ ($FIN\hat{BC}$) (eq. 5').

$$(5) \quad BM^s = BME^s + FINBC(r_{cr}^+, r_{cb}^-)$$

$$(5') \quad BM^s = BME^s + FIN\hat{BC}$$

FIGURA 1b

MERCATO DEL CREDITO CON RISERVE PRESE A PRESTITO



Con la nascita del mercato interbancario (che chiameremo anche monetario), le singole aziende possono acquistare o vendere liquidità a uno stesso prezzo e compensare, già tra di loro, gli eccessi e i difetti di

⁶ Così accadeva in Italia, quando il rifinanziamento avveniva con le aperture di credito e i prestiti a scadenza fissa (con plafond decisi dalla Banca d'Italia) a un tasso ufficiale più basso rispetto a quello di mercato, di solito mantenuto costante per lunghi periodi di tempo. Si riprenderanno questi concetti nel paragrafo 5.

liquidità; non hanno pertanto ragione di esistere sostanziali quantità di riserve in eccesso infruttifere.⁷ Contemporaneamente, essendosi ridotte le fonti alternative di base monetaria esogene, dovute a deficit pubblici e a surplus delle bilance dei pagamenti, sono aumentate le riserve che il sistema bancario, nel suo complesso, chiede in prestito alla banca centrale e che essa cede in via temporanea o permanente a seconda delle circostanze. Le riserve mutate vengono oggi concesse prevalentemente in asta concorrenziale, in maniera impersonale, sotto forma di pronti contro termine (PCT), generalmente a un tasso variabile: così, ci si interroga sulla natura del mercato che le alloca e sui suoi rapporti con quello privato interbancario.

Le riserve prese a prestito vengono determinate in modo endogeno contemporaneamente al credito, alla moneta e ai tassi. Il quesito è: in un sistema in cui le riserve sono prevalentemente prese a prestito e sono distribuite attraverso meccanismi di mercato è ancora possibile per la BC determinare lo stock di moneta (e il tasso sui crediti) attraverso il controllo della BM o del tasso sul rifinanziamento?⁸

La prospettiva di analisi che questo lavoro si propone non è quella, ampiamente dibattuta, di contrapporre il controllo delle quantità e dei tassi, quanto piuttosto quella di verificare le possibilità e le tecniche del controllo stesso, sotto i modelli stilizzati di *old view* e *new view*.

Con *old view* intenderò riferirmi alla banca creatrice di credito e di depositi nella visione monetarista (vale a dire in quella che considera i depositi frutto dell'attività bancaria e privilegia il controllo delle quantità rispetto a quello dei tassi); con *new view* mi riferirò alla banca intermediario, vale a dire a quella banca che, invece di creare mezzi di pagamento, trasferisce e trasforma attività finanziarie liquide.

⁷ Le riserve in eccesso in Italia si sono ridotte dal momento in cui è stata concessa la possibilità di mobilitare la riserva ufficiale; esse hanno rappresentato, in media, lo 0,52% dei depositi tra il 1990 e il 1996, contro l'1,21% del 1983-89.

⁸ È opinione consolidata che sul mercato delle riserve prevalga il controllo dei tassi, dato che il controllo delle quantità, pur tecnicamente possibile, sarebbe troppo penalizzante in termini di variabilità dei tassi (essendo rigida la domanda) o degli altri possibili indicatori eletti a obiettivi intermedi (si rimanda, tra gli altri, a Goodhart 1994 e Friedman 1990). Così la sfida del nuovo *modus operandi* è soprattutto rivolta verso i monetaristi, che hanno sempre sostenuto la superiorità di un controllo delle quantità. I keynesiani (e post-keynesiani), moltiplicazionisti o meno, sono facilmente tornati all'idea di un controllo del tasso monetario che si ripercuoterebbe su tutta la gamma dei tassi a più lungo termine (magari con l'aiuto delle aspettative), poiché più congeniale con il meccanismo di trasmissione della politica monetaria che essi privilegiano. Tale controllo era già sostenuto fin dai tempi del Radcliffe Report del 1959.

3. La banca creatrice di credito e di depositi

Illustrerò ora una proposta moderna di monetarismo in cui il controllo dell'attività bancaria (e quindi della moneta) avviene indirettamente attraverso il controllo del tasso a breve termine e ne considererò i limiti di validità. Si tratta di un modello, piuttosto semplice, proposto da Bofinger e Schächter (1995),⁹ come avanzamento rispetto ai modelli meno recenti di Brunner e Meltzer degli anni Sessanta, ripresi in Brunner e Meltzer (1991), e di McCallum (1989), di cui gli autori condividono lo spirito. La novità di questo modello, rispetto all'*old view* tradizionale, è appunto quella di concepire il tasso sul rifinanziamento come un prezzo di mercato (in quanto si determina dove si scambiano, impersonalmente, domanda e offerta di BM), e di non considerare fonti di BM esogene.

Nella visione moltiplicazionista, la domanda di credito equivale a quella di moneta. Il mercato monetario è un'immagine speculare del mercato del credito. Le uniche attività che il pubblico può offrire al sistema bancario sono "IOU" (*I owe you*), vale a dire promesse di pagamento derivanti dai crediti bancari. Qualsiasi domanda di moneta provoca domanda di credito e viceversa: è sufficiente dunque rappresentare nel modello uno dei due mercati.¹⁰

Il modello di Bofinger e Schächter si può articolare come segue.¹¹

La domanda di credito (moneta) è funzione del tasso sul credito (r_{cr}) e del reddito (Y):

$$(6) \quad M^d = CR^d(r_{cr}, Y).$$

⁹ Il lavoro a cui mi riferisco mira a verificare cosa succede al tasso sui crediti e alla moneta in presenza di diverse fonti di instabilità riguardanti il settore monetario, seguendo la scia delle problematiche aperte da Poole (1970).

¹⁰ Tale concezione viene comprovata facendo riferimento all'identità contabile del sistema bancario complessivo [Banca centrale (BC) + banche di deposito (B)]. Dal bilancio della BC sappiamo che la base monetaria creata sotto forma di rifinanziamento (FINBC) viene utilizzata dal pubblico (BMP), dalle banche e da altre attività: $FINBC = BMP + BMB + AA$; conosciamo già il bilancio delle aziende di credito: $BMB + CR = FINBC + D + AA$. Aggregando, rimane: $CR = BMP + D + AA$. La base monetaria tenuta dal pubblico, sommata ai depositi, corrisponde alla moneta. Dunque il credito corrisponde alla moneta meno le altre attività di bilancio (tra cui il capitale proprio di banca centrale e banche), che si possono trascurare. Cfr. Bofinger e Schächter (1995).

¹¹ Dal modello originale ho tolto, per semplificare, la domanda di circolante da parte del pubblico.

L'offerta di credito deriva dalla massimizzazione dei profitti delle banche, le quali usano la base monetaria ceduta dall'autorità (*FINBC*) a un prezzo (r_{cb}) come materia prima. Essa sarà quindi funzione del costo di quest'ultima.

A partire dal vincolo di bilancio semplificato del sistema bancario:

$$(7) \quad BM + CR \equiv D + FINBC$$

(base monetaria + crediti = depositi + rifinanziamenti),

tenendo conto che la *BM* è desiderata dalle banche in proporzione ai depositi (e crediti di equilibrio):

$$(8) \quad BM = \alpha D,$$

la funzione dei profitti è

$$\Pi = r_{cr}CR - r_{cb}FINBC - J$$

dove, tenuto conto della (7) e della (8):

$$FINBC = CR + (1 - m) BM,$$

per $m = 1/\alpha$ moltiplicatore dei depositi, e

$$J = \beta CR^2$$

rappresenta il rischio di fallimento, che si assume cresca più che proporzionalmente all'ammontare dei crediti ceduti; r_{cr} e r_{cb} sono i tassi, rispettivamente, sui crediti e sul rifinanziamento, che la singola banca considera esogeni; di qui

$$\Pi = r_{cr}CR - r_{cb}[CR + (1 - m) BM] - \beta CR^2$$

e per la condizione di 1° ordine:

$$d\Pi/dCR = r_{cr} - r_{cb} - 2\beta CR = 0.$$

L'offerta di credito, che deriva dalla massimizzazione dei profitti, è la (9). Essa risulta dipendere dalla differenza tra il tasso attivo e quello passivo sul rifinanziamento e inversamente dalla rischiosità dei crediti:

$$(9) \quad CR^s = \frac{r_{cr} - r_{cb}}{2\beta}$$

Generalizzando:

$$(9') \quad M^s = CR^s(r_{cr}^+, r_{cb}^-, \beta^-)$$

L'equilibrio macroeconomico del credito e della moneta richiede:

$$(10) \quad M^d = M^s = CR = D.$$

Le variabili esogene sono Y e r_{cb} (alternativamente, $FINBC$), le variabili endogene $M^d, M^s, CR, D, BM, r_{cr}, FINBC$ (alternativamente r_{cb}).

Il modello funziona nel modo seguente (cfr. figura 2): per un dato tasso fissato dalla BC, r_{cb}^0 , l'offerta di credito (moneta) è crescente al tasso sul credito; incontrando la domanda, si determina il tasso sui crediti (r_{cr}^0) e la moneta di equilibrio M^0 (I quadrante); per tale equilibrio le banche richiedono un ammontare BM^0 di base monetaria (II quadrante); la base monetaria richiesta, collegata al tasso sul rifinanziamento, determina una corrispondenza di domanda di BM di carattere decrescente (III quadrante). Se diminuisce il tasso sul rifinanziamento, r_{cb}^1 , le banche chiederanno più BM, perché la massimizzazione del profitto le porterà ad aumentare l'offerta e, data la domanda, a cedere più credito e a un tasso più basso. Tra i due tassi (r_{cr} e r_{cb}) esiste dunque una correlazione positiva. Ovviamente, in alternativa, la BC può decidere la quantità di BM da cedere (fissando $FINBC$) e lasciare che il tasso su di essa sia determinato dal mercato;¹² l'influenza su CR e r_{cr} passerebbe ugualmente attraverso r_{cb} .

Anche se in maniera più indiretta rispetto al classico modello del moltiplicatore, la BC rimane capace di controllare l'offerta di moneta e il tasso che si forma sul suo mercato, qui rappresentato dal tasso sui prestiti,¹³ attraverso la determinazione della quantità o del tasso della base monetaria, di cui è monopolista.

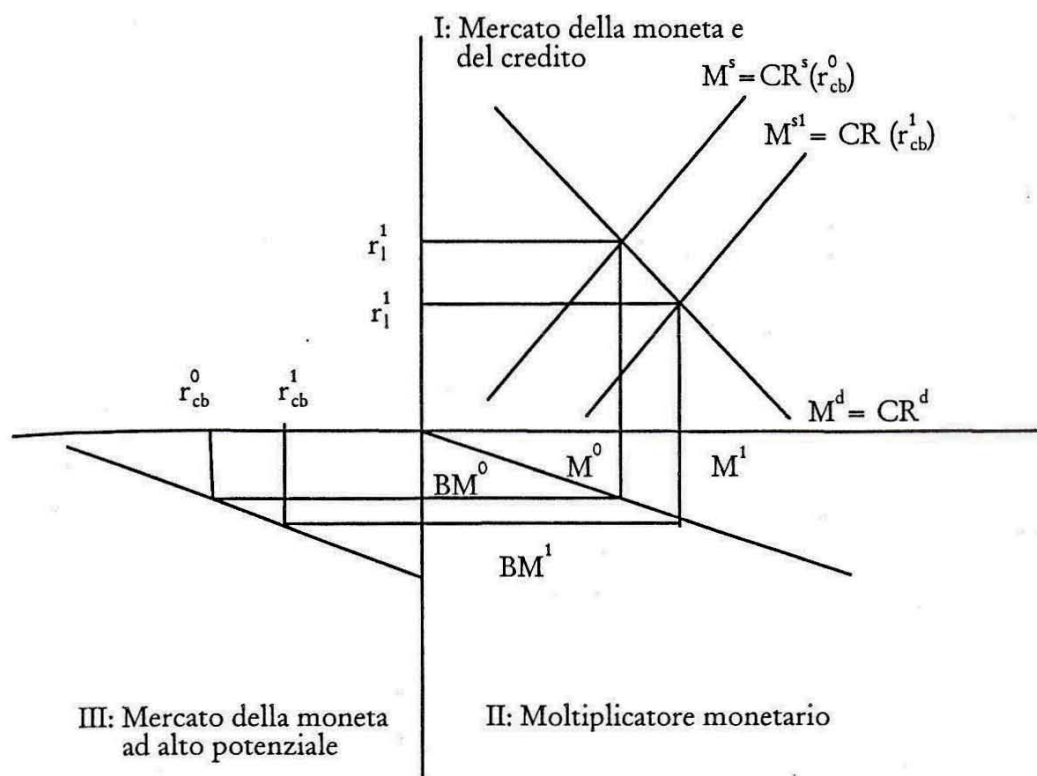
Come si può notare, in questa visione i depositi non costituiscono un costo per la banca, non sono materia prima per il credito; l'offerta di credito non dipende dunque dal loro tasso e/o dalla loro disponibilità.

¹² Se il sistema è stabile, non vi è differenza tra le due strategie; se invece esistono disturbi sulle relazioni funzionali interessate (domanda di moneta, offerta, moltiplicatore), allora si otterrà una diversa oscillazione delle quantità (o del tasso r_{cr}) di equilibrio a seconda dell'obiettivo operativo prescelto.

¹³ A differenza dei modelli tradizionali di moltiplicazione, l'equilibrio sul mercato del credito (della moneta) determina il tasso proprio sul credito e non quello sui titoli.

FIGURA 2

BANCHE CREATRICI DI CREDITO E INTERVENTO DELLA BC



Il funzionamento del modello appare comunque lontano dai modelli *old view* con BM esogena e riserve in eccesso. I parametri di riserva, pur concepiti costanti, hanno un'influenza indiretta sul livello di attività, passando attraverso l'influenza sulla domanda di BM e il suo tasso. La stessa BM erogata influenza il credito esclusivamente attraverso il tasso, vale a dire attraverso il costo della materia prima.

Si può inoltre osservare come la curva di offerta di credito risulti essenzialmente legata all'ipotesi fatta circa l'andamento dei costi per il fallimento delle imprese mutuatrici. In assenza di questi, o in presenza di un loro andamento proporzionale, di ragione β , la massimizzazione del profitto avverrebbe per qualsiasi quantità, a un tasso sui crediti r_{cr} pari a $r_{cb} + \beta$; per un tasso appena superiore le banche tenderebbero a soddisfare tutta la domanda di credito.

$$\Pi = r_{cr} CR - r_{cb} [CR + (1 - m)BM] - \beta CR$$

$$d\Pi/dCR = r_{cr} - r_{cb} - \beta = 0$$

Per $r_{cr} = r_{cb} + \beta$, qualsiasi quantità offerta massimizza il profitto.

L'attività delle banche (CR o D) verrebbe determinata sulla funzione di domanda di credito non appena $r_{cr} > r_{cb} + \beta$, e crescerebbe con l'aumento di quest'ultima.¹⁴ Il modello appare piuttosto lontano da quelli moltiplicazionisti con BM esogena: i tassi bancari diventerebbero controllabili attraverso r_{cb} , ma non la moneta!

Le riserve prese a prestito, o endogene, pongono dunque problemi alla nuova versione monetarista. In loro presenza l'offerta di credito può diventare infinitamente elastica e l'attività bancaria dipendere dalla domanda e dal tasso sul rifinanziamento, a meno che non si introducano variabili di altra natura, come rischi di fallimento, o costi operativi che crescono in maniera più che proporzionale col credito. Con questo stratagemma Bofinger e Schächter hanno potuto rappresentare in uno schema semplificato di *old view* anche il mercato della BM e delle riserve prese a prestito. Il loro modello si allontana dalla visione monetarista pura circa i canali di trasmissione della politica; rimane peraltro all'interno di quel filone, in quanto vede nella BM l'unica materia prima dell'attività bancaria e nella BC l'unico agente che ha il controllo di essa e della moneta.

4. Le banche come intermediario

Negli anni '80 maturavano profonde trasformazioni in campo monetario-finanziario: *a*) andava intensificandosi il processo di innovazione finanziaria, con la nascita di nuovi strumenti, sostituti sempre più prossimi dei depositi, scambiati a prezzi di mercato; *b*) le banche perdevano sempre maggiori quote di mercato a favore di altri intermediari e dei mercati finanziari (disintermediazione); *c*) alcune quote dell'attivo e del passivo bancario diventavano simili a strumenti negoziabili (*securitization* dei crediti e certificati di deposito); *d*) si comple-

¹⁴ Più precisamente, l'offerta per la singola azienda di credito diventa:

0, per $r_{cr} < r_{cb} + \beta$

$[0, +\infty]$ (indeterminata), per $r_{cr} = r_{cb} + \beta$

∞ , per $r_{cr} > r_{cb} + \beta$.

Se la domanda è positiva per valori di $r_{cr} \geq r_b + \beta$, allora può anche concepirsi un equilibrio di mercato ($CR = CR$). Sarebbe difficile peraltro mantenere l'ipotesi di concorrenza perfetta con curve di costo marginali costanti per la singola azienda.

tava il processo di liberalizzazione e internazionalizzazione dei movimenti di capitale.

In questo contesto, l'attività di intermediazione bancaria (sebbene del tutto particolare) è costretta a comportarsi il più possibile come un mercato qualsiasi (il mercato dei "fondi prestabili"), dove le aziende offrono crediti raccogliendo depositi, in concorrenza tra di loro, ai prezzi di equilibrio. Tali prezzi debbono però aggiustarsi rapidamente in relazione a quelli delle altre attività finanziarie. Questa è la cosa più difficile, data la natura speciale del credito.¹⁵ L'essenza di questa visione è che depositi e crediti, a differenza che nella visione moltiplicazionista, sono determinati indipendentemente gli uni dagli altri.¹⁶

Supponiamo che la BC accetti tale equilibrio e si adoperi affinché le banche, nel loro insieme, lo raggiungano e si comportino come un mercato concorrenziale. Esiste dunque una sostanziale differenza istituzionale e politica rispetto alla *new view* storica. Per Tobin l'efficacia della politica monetaria era rafforzata dalla presenza di squilibri nel settore bancario (dovuti ai vincoli di riserva e ai massimali sui tassi passivi) e garantita dal controllo della moneta legale ceduta a tasso nullo o fisso.¹⁷ In un contesto di equilibrio vedremo come la BM offerta dalle autorità non sia più determinante per il livello dell'attività bancaria e come la funzione della BC sia eminentemente di stabilizzazione, anziché di determinazione dei tassi monetari.

Nel modello semplificato banca-intermediario, si possono fare diverse ipotesi circa il rifornimento delle riserve, obbligatorie e libere, che si rendono necessarie per l'attività bancaria. Partiremo con il caso estremo in cui la BC non fornisce alcuna BM, per passare all'ipotesi di riserve cedute a tasso e quantità prefissati e infine al caso di riserve fornite al tasso di mercato.¹⁸

Se l'autorità non fornisse alcuna BM, il sistema bancario tratterebbe le riserve necessarie dai depositi, offrendo tassi passivi sufficien-

¹⁵ All'interno di questa concezione, sulla scia del contributo di Tobin e Brainard (1963), vengono di solito sottolineate le complesse scelte di portafoglio che la banca deve effettuare, sull'attivo (dato il passivo), sul passivo (dato l'attivo) o su entrambi (essendo data l'attività di intermediazione).

¹⁶ Nel sistema economico non circolerebbe pertanto mai alcuna moneta "esterna", se non si vuole considerare il finanziamento della BC come fonte di ricchezza.

¹⁷ Mi riferisco a Tobin e Brainard (1969) e Tobin (1983). Lo stock di moneta legale controllato dalle autorità era per Tobin essenzialmente debito pubblico infruttifero.

¹⁸ Oggi, in alcuni paesi, la BM trattenuta dalle banche è per lo più retaggio delle eccessive emissioni del passato e soddisfa gli obblighi di riserva ancora esistenti.

temente più alti:¹⁹ per concedere un credito di 1 lira, con il 10% di riserve, occorrerebbero 1,11 lire di depositi. Il tasso sui depositi verrebbe convenientemente aumentato, come risulta dalla funzione modificata D' nella figura 3.

$$(11) \quad D = f_1(r_d, r_b, Y, W)$$

$$(12) \quad CR^d = f_2(r_{cr}, Y, I)$$

$$(13) \quad CR^s \equiv D - BM$$

$$(14) \quad CR^d = CR^s$$

$$(15) \quad BM = \alpha D$$

$$(16) \quad r_d = r_{cr}$$

Le incognite sono r_{cr} , r_b , CR_d , CR_s , D , BM , mentre le variabili esogene sono r_b , Y , W , I (rispettivamente: il tasso sui titoli, acquistati solo dalle famiglie – la BC non compie operazioni di mercato aperto –, il reddito, la ricchezza, gli investimenti).

A differenza del precedente modello di Bofinger e Schächter, l'offerta di credito è costituita dalla domanda di depositi disponibili (al netto delle riserve che le banche debbono trattenere) e non dipende in alcun modo dalla BM (o dal tasso) offerta dall'autorità.²⁰ Le riserve desiderate sono unicamente funzione dei depositi (15). La condizione (16) lega il tasso sui depositi a quello sui prestiti trascurando, per semplicità, il margine di intermediazione e i costi operativi.²¹ L'attività di

¹⁹ In quest'ultimo caso l'attività delle banche come intermediario non è spinta al massimo e i tassi sono più alti: se l'aliquota è del 3%, per una lira di prestiti le banche necessitano di 1,031 lire (1/0,97) di depositi, per ottenere i quali sono disposte a offrire il tasso richiesto dalla funzione di domanda.

²⁰ Non si è fatta dipendere la domanda di credito dal tasso sui depositi, in modo da cogliere la maggior influenza che quest'ultimo sembra avere sulla scelta delle attività piuttosto che delle passività da parte del pubblico.

²¹ Una rappresentazione estesa del modello di intermediazione vedrebbe considerati due mercati, ma non indipendenti. Sul mercato primario si confrontano una domanda di credito e un'offerta di esso da parte delle banche; su quello secondario si confrontano la domanda di depositi da parte del pubblico con l'offerta degli stessi da parte delle banche. L'offerta di credito (esplicitata rispetto al tasso sui crediti) non è però altro che la domanda di depositi del pubblico aggiustata verso l'alto per il margine di profitto normale (margine di intermediazione, π) che la concorrenza consente all'intermediario. Allo stesso modo, l'offerta di depositi (esplicitata rispetto al tasso sui depositi) corrisponde alla domanda di credito aggiustata verso il basso per tener conto del margine di intermediazione. Il tasso di equilibrio sul mercato del credito diventa dunque pari al tasso di equilibrio sui depositi aumentato dei profitti normali ed è sufficiente rappresentare nel modello uno solo dei due mercati.

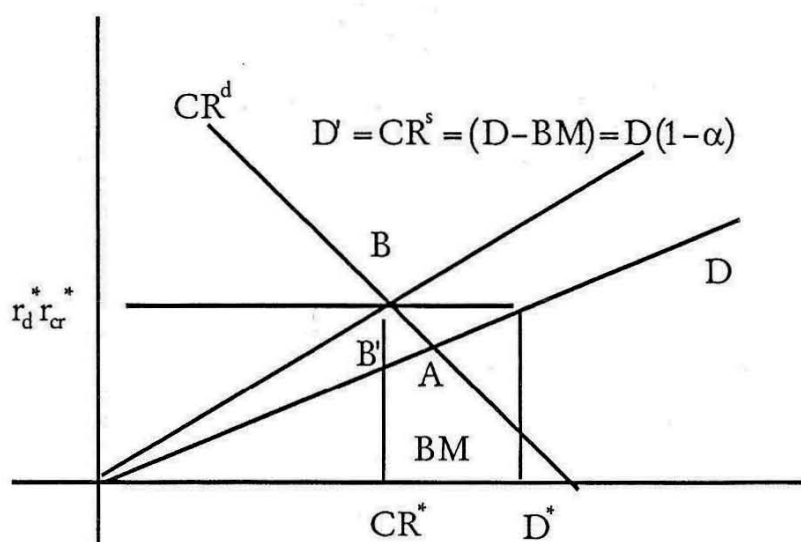
1) $r_{cr}^s \equiv r_d^d + \pi$

2) $r_d^d = \hat{f}_1(D, r_b, Y, W)$

intermediazione, come è noto, trasforma la domanda di titoli secondari in domanda di titoli primari: le banche trasformano la domanda di depositi in offerta di credito, pur costituendo un tipo speciale di intermedio. La specialità dell'intermediazione bancaria sottolineata dai moltiplicazionisti (per la quale assegni di c/c e depositi sono sempre accettati e mantenuti dalle unità in deficit) si può supporre compromessa dalla concorrenza bancaria internazionale, oppure, come afferma Tobin, dalla concorrenza tra depositi e stretti sostituti offerti da altri intermediari o da mercati estremamente liquidi. Per questi motivi si può supporre che la domanda di depositi, in un'economia aperta e finanziarizzata, sia comunque crescente al tasso e, aspetto determinante per un confronto con l'*old view*, indipendente dalla domanda di credito e dalla disponibilità di riserve.²²

FIGURA 3

MERCATO BANCARIO, SENZA RIFINANZIAMENTO



$$3) r_{cr}^d = \hat{f}_2(CR, I, Y)$$

$$4) r_{cr}^d = r_{cr}^s \rightarrow r_{cr}^d = r_d^d + \pi$$

L'intermediario esiste proprio a causa della differenza tra il tasso che è capace di caricare sui mutuatari e quello che deve concedere ai mutuant. La dimensione relativa della sua attività dipende dalle preferenze delle unità in surplus e di quelle in deficit. Per il trattamento delle banche come intermediario si vedano Smith (1978) e Moore (1968).

²² Questa ipotesi è chiaramente estrema; è più realistico pensare che la domanda di depositi sia in qualche modo funzione delle riserve esogene (se vi sono) o della domanda di credito. Peraltro, ai fini del presente lavoro, ritengo più utile contrapporre le ipotesi estreme, anche se non pienamente condivise.

L'equilibrio concorrenziale dovrebbe portare il sistema nel punto B di Figura 3, caratterizzato da CR^* , D^* e r_{cr}^* , r_d^* .

Si possono concepire anche altri casi: se la BC fornisse tutte e soltanto le riserve a costo zero, l'equilibrio del mercato bancario sarebbe spinto fino al punto A di figura 3 e i due tassi (attivo e passivo), come prima, coinciderebbero. Potrebbe succedere ovviamente che la BC ceda tutte o parte delle riserve a tasso agevolato, ma non nullo, come vedremo meglio sotto.

Se il rifinanziamento della BC avvenisse a un costo fisso, \hat{r}_{cb} , più basso rispetto al tasso sui depositi, le aziende accetterebbero tutta la BM che la BC ha deciso loro di concedere ($FIN\hat{BC}$) e il modello diventerebbe il seguente:

$$(17) \quad D = f_1(r_d, r_b, Y, W)$$

$$(18) \quad CR^d = f_2(r_{cr}, Y, I)$$

$$(19) \quad CR^s \equiv D + FIN\hat{BC} - BM$$

$$(20) \quad CR^d = CR^s$$

$$(21) \quad BM = \alpha D$$

$$(22) \quad r_d = r_{cr} - a^*$$

dove a^* è il costo medio del rifinanziamento $a^* = \frac{\hat{r}_{cb} FIN\hat{BC}}{D} = \hat{r}_{cb} \alpha$.

Le incognite sono 6: r_d , r_{cr} , D , CR^d , CR^s , BM ; $FIN\hat{BC}$ e \hat{r}_{cb} sono esogeni.

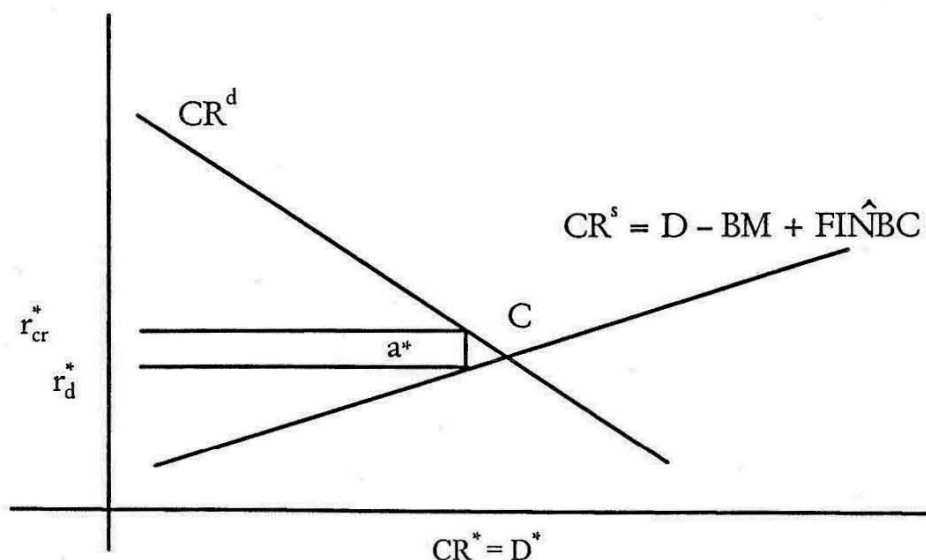
Qui il vincolo di bilancio (19), da cui si ottiene l'offerta di credito, è arricchito del rifinanziamento. L'equazione (22) indica sempre la condizione di equilibrio di mercato, che questa volta concepisce un margine sui costi medi dei depositi pari al costo medio della riserva presa a prestito, a^* . Tale tassa (esplicita) peserà verosimilmente su entrambi i lati del mercato, se esso è concorrenziale. Poiché la BM è ceduta a un tasso costante \hat{r}_{cb} , il suo costo medio risulta proporzionale, secondo l'aliquota di riserva α , al tasso r_{cb} (cfr. eq. 22). Qui, per semplificare, si sono supposti costi operativi e margine di intermediazione nulli, i quali comporterebbero un ulteriore divario tra r_{cr} e r_d . Il punto C di figura 4 è intermedio ai punti A e B di figura 3.

L'influenza del tasso ufficiale e del rifinanziamento sul livello di attività dell'intermediario (attraverso a^*) è molto modesta, se confrontata con il modello dell'*old view*.

Riassumendo: se supponiamo che i tassi bancari, pur essendo prezzi amministrati, portino in equilibrio il mercato dei prestiti e dei depositi, e che i crediti siano vincolati dai depositi (e che i depositi siano indipendenti dai crediti), allora anche la BM domandata dalle banche è determinata da tale equilibrio e la BC può solo scegliere se cederla tutta o parte o affatto, spostando l'equilibrio da A a B. Essa può agire su \hat{r}_{cb} , ma anche su $FINBC$, per influenzare il margine a^* , ma senza incidere in maniera determinante sul livello di intermediazione.

FIGURA 4

EQUILIBRIO SUI MERCATI BANCARI E SULLA BM



Il problema per un settore bancario costretto a funzionare nella maniera che abbiamo appena stilizzato è che né le singole aziende, né un loro cartello, a causa della pluralità dei mercati in cui operano e della grande instabilità delle funzioni di comportamento degli operatori, saprebbero con precisione come determinare r_d^* , r_{cr}^* di equilibrio.

Il settore bancario non è né un mercato perfettamente atomistico e omogeneo, dove i venditori sono *price-takers*, né un'unica impresa monopolistica *price-maker*, dalla domanda di prodotti stabile; oggi esso è soggetto a una forte concorrenza sia interna che esterna. Non è facile dunque per l'industria bancaria determinare i tassi di equilibrio. Crediamo che il mercato monetario serva ad adempiere a tale funzio-

ne: esso determina "impersonalmente" il prezzo della liquidità bancaria e, come vedremo, meno indirettamente di quanto si possa pensare, anche quello di depositi e crediti. Esso trova ulteriori motivazioni negli obiettivi operativi della BC.

5. Il mercato monetario

Il mercato monetario comprende tutti gli scambi di depositi e di titoli con regolazione in base monetaria, vale a dire con variazione dei conti di deposito delle banche presso la BC; in esso sono presenti una componente privata, rappresentata dal mercato dei depositi interbancari, e una "pubblica", dove interviene la banca centrale come unica offerente. Le operazioni di arbitraggio fanno sì che i tassi sulle due componenti del mercato siano praticamente uguali per operazioni della stessa scadenza. Nel descriverlo prenderemo come riferimento la realtà italiana.

Il mercato monetario, o a breve termine, comprende le scadenze fino a 1 anno; il segmento più significativo del mercato è però costituito dai depositi interbancari a brevissima scadenza, da uno (*overnight*) fino a 30 giorni (per scadenze più lunghe vi sono i depositi a tempo: 1 mese, 2 mesi, 3 mesi, 1 anno) e dalle operazioni di rifinanziamento delle banche attraverso gli scambi di titoli e di valuta pronti contro termine (PCT) con la BC. Il rifinanziamento tradizionale (FINBC), concesso direttamente dalla BC alle singole banche attraverso le aperture di credito o le anticipazioni a scadenza fissa, è diventato marginale e penalizzante e viene considerato alla stregua di prestito di ultima istanza. Il mercato interbancario si è radicalmente rinnovato nell'ultimo decennio e, come tutti riconoscono, è cresciuto il suo ruolo all'interno della politica monetaria.²³ I tassi sul mercato monetario sono collegati a quelli dei titoli e alle aspettative su di essi.

Ogni azienda, ai tassi attivi e passivi sostanzialmente uniformi per l'intero sistema, si presenta, in un dato momento, con posizioni di

²³ Da un sistema cartaceo si è passati a uno telematico (MID); dai conti correnti di corrispondenza ai depositi a tempo, vale a dire a strumenti omogenei passibili di prezzi significativi. La regolazione è passata da bilaterale a multilaterale su base nazionale e con regolamento in base monetaria. La riforma del calcolo della riserva obbligatoria e la sua mobilitazione, dal 1990, hanno dato grande impulso all'interbancario. Per un'analisi dettagliata del comportamento dei tassi di interesse interbancari si veda De Felice ed Esposito (1996).

eccesso o di difetto di liquidità. Introduciamo dunque nuove poste nel bilancio delle aziende di credito, che collegano la liquidità derivata dai tassi bancari esogenamente fissati, con la BM desiderata: i depositi interbancari, $DINT$, attivi (a) e passivi (p) (che si compensano ovviamente nell'aggregato) e le operazioni di mercato aperto pronti contro termine (PCT), attraverso cui le banche scambiano temporaneamente titoli con la BC per regolare le esigenze temporanee di liquidità.

$$(23) \quad D + DINT_p + FINBC + PCT_v \equiv BM + CR + DINT_a + PCT_a$$

Possiamo supporre di avere a che fare, in ogni momento, con due gruppi di aziende di credito: quello di tipo j , che si trova in eccesso di liquidità, e quello di tipo i , che si trova in difetto.

Con la nascita del mercato interbancario la liquidità in eccesso di aziende di credito (di tipo j) può essere trasferita ad aziende in deficit (di tipo i) a un tasso, oppure usata per acquisti di titoli PCT dalla BC. Essa viene dunque trasformata in offerta di depositi interbancari (attivi) ($DINT_j^s$). Al contrario, le aziende di tipo i domanderanno depositi interbancari (passivi) ($DINT_i^d$) o venderanno titoli alla BC (PCT_v). Entrambe queste operazioni comportano un aumento dei depositi dell'azienda mutuataria presso la BC e sono dunque operazioni in base monetaria. Varranno le seguenti identità aggregate per i due gruppi di aziende:

$$DINT_i^d \equiv CR_i - D_i + BM_i - FINBC_i - PCT_v;$$

$$DINT_j^s \equiv D_j - CR_j - BM_j + FINBC_j - PCT_a.$$

La domanda e l'offerta di depositi interbancari proveniente dai due gruppi di aziende, vale a dire i $DINT_i^d$ e $DINT_j^s$, si scambiano sul mercato interbancario, dove il tasso r_m le porta in equilibrio come segue:

$$(24) \quad DINT_i^d = DINT_j^s$$

$$CR_i - D_i + BM_i - FINBC_i - PCT_v = D_j - CR_j - BM_j + FINBC_j - PCT_a.$$

Sommando le posizioni delle aziende di tipo i con quelle di tipo j si riottiene:

$$(25) \quad D + FINBC + (PCT_v - PCT_a) = BM + CR.$$

L'identità 23 è trasformata in condizione di equilibrio per il mercato interbancario e per l'intero sistema di intermediazione. Al tasso r_m di equilibrio il fabbisogno di intermediazione, costituito da crediti e ri-

serve, è soddisfatto contestualmente da depositi e rifinanziamento. Il rifinanziamento si distingue tra anticipazioni a scadenza fissa (FINBC) e operazioni in titoli pronti contro termine (PCT).²⁴ Le operazioni di acquisto temporaneo di titoli (vendite di titoli per la BC e ritiro di liquidità) sono state, almeno in Italia, del tutto marginali e si potrebbero trascurare, mentre sono state ingenti quelle di vendita (acquisto per la BC).

La domanda di liquidità sull'interbancario dipenderà, oltre che negativamente dal tasso r_m , da tutte le variabili da cui dipendono l'eccesso di credito, il rifinanziamento presso la BC e la domanda di BM. Vale a dire che dipenderà dal tasso r_{cr} ($-$), dal tasso r_b ($+$), dagli obblighi di riserva α ($+$), dal tasso r_{sf} ($+$) (tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa, che supponiamo rappresentino FINBC) e dal tasso r_{pct} ($+$) o, alternativamente, dall'ammontare di rifinanziamento ($-$) (FINBC e PCT), a seconda di quale sia la strategia adottata dalla BC.²⁵ Possiamo immaginare che sia anche funzione diretta dell'instabilità dei crediti e dei depositi σ_d , σ_{cr} .

L'offerta di liquidità sull'interbancario, a sua volta, sarà funzione diretta dell'eccesso di depositi, quindi di r_{cr} ($+$) e di r_b ($-$), inversa degli obblighi di riserva α ($-$), delle condizioni sul rifinanziamento r_{pct} ($-$), r_{sf} ($-$), dell'instabilità di depositi e crediti e del tasso monetario (equazione 26).²⁶ Lo spessore del mercato (le quantità scambiate) dipende dalla diffusione degli squilibri aziendali, dalla facilità di scambio della liquidità, dal sistema dei pagamenti e dalla possibilità che hanno le aziende di credito di mobilitare le riserve obbligatorie nel periodo di mantenimento. Il tasso che si determina, r_m , è più stabile se il mercato è spesso. Esso è soggetto a shock casuali dovuti a σ_d e σ_{cr} , che gli interventi temporanei della BC mirano a smussare.

$$(26) \quad \begin{aligned} & \text{DINT}^s(r_m^+, \text{FINBC}(r_{sf}^-), \text{PCT}(r_{pct}^-), r_b^-, r_{cr}^+, \alpha^-, \sigma_d^-, \sigma_{cr}^-) = \\ & \text{DINT}^d(r_m^-, \text{FINBC}(r_{sf}^+), \text{PCT}(r_{pct}^+), r_b^+, r_{cr}^-, \alpha^+, \sigma_d^+, \sigma_{cr}^+) \end{aligned}$$

²⁴ In questo modello, r_m è un tasso di mercato che non considera i costi di intermediazione.

²⁵ La maggior parte delle BC ha adottato i tassi come obiettivo operativo, con il conseguente accomodamento della domanda di riserve, per evitare l'eccessiva volatilità dei tassi a brevissimo termine dovuta all'estrema rigidità della loro domanda (cfr. Goodhart 1994 e Borio 1997).

²⁶ Altre fonti nette di liquidità (o impieghi) possono derivare dall'indebitamento estero netto delle banche, altre ancora dalle operazioni di mercato aperto permanenti.

Il mercato interbancario riflette dunque la situazione aggregata sul mercato dei depositi, dei crediti, del rifinanziamento e, indirettamente, dei titoli. L'ho trattato come unico, anche se, come ho già detto, è composto da più segmenti distinti per durata e definizione degli scambi. Si può supporre che le aziende di credito programmino il proprio fabbisogno nel breve periodo, in linea con la durata media delle operazioni che esse trattano; le condizioni 24), 25) e 24) che determinano l'equilibrio dei prestiti interbancari a scadenza fissa si basano pertanto su grandezze medie attese (e rendimenti attesi). Nel brevissimo periodo (giorni) la realtà può manifestarsi diversa dalle aspettative e le banche sono costrette ad aggiustare le proprie richieste. È chiaro che tanto più attuali sono le esigenze, tanto più rigida sarà la domanda di liquidità. Il tasso *overnight* è quello più alto e più variabile poiché, per questo tipo di prestito, le banche hanno meno margine per la contrattazione e minori alternative da considerare. La domanda sull'*overnight* e sulle scadenze brevi dovrebbe dunque essere più propriamente determinata dallo scostamento tra le voci attese e quelle effettive del bilancio bancario.

Come si comporta il rifinanziamento? Sappiamo che i tassi a cui la BC fornisce oggi liquidità alle aziende di credito si muovono vicino a quelli che si formano sul mercato interbancario (l'arbitraggio li rende praticamente uguali, a parità di scadenza); è opinione corrente che sia la BC a determinare entrambi, dato il suo ruolo di monopolista nell'offerta di nuova base monetaria.²⁷

Per capire più a fondo i collegamenti tra il mercato interbancario e il rifinanziamento, può essere utile distinguere il breve dal lungo periodo e riferirsi alla pratica del "corridoio", che ha caratterizzato la strategia operativa dei paesi europei nel periodo di avvicinamento all'Unione Monetaria.

²⁷ Anche il lavoro di Polato (1995), di impostazione simile alla mia limitatamente al fabbisogno finanziario delle banche (cap. 7.4.), concorda con questo ordine di causalità: dal tasso pronti contro termine al tasso interbancario. Egli considera in più, rispetto a noi, la possibilità che le banche hanno di soddisfare il fabbisogno di liquidità con un aggiustamento di portafoglio titoli definitivo. Dato il tasso r_{pct} , il tasso interbancario di equilibrio è quello in cui il fabbisogno netto di liquidità è soddisfatto dal rifinanziamento. Non si deduce dall'analisi se r_{pct} abbia dei limiti. Il modello generale (cap. 9) chiarisce come l'influenza del tasso r_{pct} sul tasso interbancario si trasferisca al tasso sui titoli che, in un modello microeconomico della banca monopolista (*price maker*), costituisce un *benchmark* per il tasso sui crediti e sui debiti.

6. Il rifinanziamento e il "corridoio" dei tassi ufficiali

6.1. Breve periodo

Le BC non partecipano all'interbancario, ma ne condizionano la domanda o l'offerta attraverso gli scambi di titoli pronti contro termine (PCT).

Il rifinanziamento PCT consiste in acquisti di titoli con patto di rivendita a una scadenza e a un prezzo prefissato. Il principale vantaggio di queste operazioni è la flessibilità, dato che possono non essere rinnovate; esse, inoltre, non richiedono l'esistenza di un mercato liquido sottostante e sono sganciate dalle scadenze delle attività temporaneamente trasferite. Si tratta dunque di flussi temporanei di nuova liquidità. Essi hanno lo scopo principale di attenuare le variazioni improvvise ed eccessive del tasso monetario, dovute a shock temporanei sui mercati bancari o a semplici sfasamenti di breve durata tra gli incassi e i pagamenti, a divergenze tra il fabbisogno di liquidità atteso e quello effettivo. In questo caso la domanda di nuova liquidità è molto rigida, anche perché i rapporti di credito con la clientela non si modificano nel breve periodo; così, se la banca centrale non assecondasse tale richiesta, si avrebbero ripercussioni elevate e indesiderate sui tassi. Il saldo permanentemente positivo di queste operazioni testimonia però come la BC le consideri anche un canale di rifornimento costante di riserve e che non intenda pertanto farne ricadere completamente l'onere sul pubblico. Le condizioni di equilibrio prevedono che:

$$(27) \quad PCT_v(r_b^e, r_m^+, r_{pct}^-) = PCT_{aBC} \text{ oppure}$$

oppure

$$PCT_a(r_b^e, r_m, r_{pct}) = PCT_{vBC}.$$

Prima del 1999, la Banca d'Italia non offriva, contemporaneamente, operazioni di acquisto e di vendita di titoli ai due tipi di imprese. Essa invece lasciava che il tasso sul mercato monetario manifestasse le condizioni di scarsità o di abbondanza all'interno del sistema bancario e interveniva (*ex post*) con operazioni di un solo segno, in genere di rifinanziamento: PCT_{aBC} . La Banca d'Italia usava offrire una certa quantità di nuova liquidità (PCT_{aBC} in questo caso è esogeno); i tassi a cui venivano richiesti e aggiudicati i rifinanziamenti erano in-

termi tra quelli del mercato *overnight* e quelli dei depositi interbancari a 1, 2 mesi.²⁸

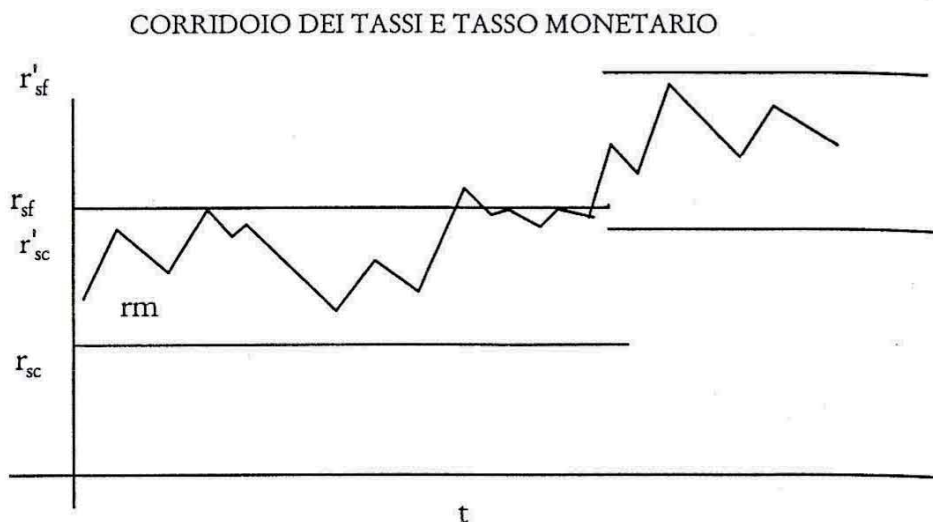
L'intervento PCT (i cui esiti dipendono dall'ampiezza) mira a influire sul livello di r_m , modificando la domanda di liquidità sull'interbancario: r_m e r_{pct} oscillano dunque insieme, il che significa, all'interno del mio modello, che la BC, con il rifinanziamento, tende a spostare i tassi di equilibrio dal punto B verso il punto A della Figura 1.

L'impressione è che le autorità possano, per brevi periodi, "remare contro vento" proteggendo il tasso sul mercato monetario da shock indesiderati di origine transitoria, senza influenzarne però gli andamenti di fondo; allo stesso tempo, ne rafforzano il legame con il mercato dei titoli, senza influenzare il rendimento di questi ultimi. Infatti, pur in presenza di interventi stabilizzatori, il tasso del mercato monetario viene lasciato oscillare all'interno del cosiddetto "corridoio" dei tassi ufficiali (cfr. figura 5). Il corridoio, secondo chi scrive, sia nell'esperienza italiana che, come vedremo, in quella europea, è abbastanza ampio da lasciare intravedere le tendenze di fondo spontanee del tasso interbancario, r_m .²⁹

²⁸ Alternativamente, la BC può presentarsi sul mercato con un tasso r_{pct} prefissato e acquistare tutti i titoli offerti a quel tasso. L'obiettivo operativo che si attribuisce alla BC (r_m o BM) non è strettamente collegato al tipo d'asta prescelto. In Italia, nello scambio a pronti i titoli venivano valutati al prezzo del mercato finanziario del giorno precedente (Borsa Milano). Il prezzo a termine si otteneva applicando al prezzo a pronti il tasso d'interesse al quale la banca era risultata aggiudicataria in asta competitiva. Il sistema dell'asta competitiva (che aggiudica la quantità ai diversi tassi di domanda), in presenza di rischio di non aggiudicazione, faceva sì che il tasso decrescesse a partire da quello del mercato interbancario, in funzione della quantità complessiva concessa. Le statistiche della Banca d'Italia riportano un tasso marginale di aggiudicazione e uno medio.

²⁹ Gli studi che hanno cercato di verificare, in Italia, l'influenza del tasso PCT (deciso dalle autorità) sul tasso interbancario non hanno dato risultati soddisfacenti. La Banca d'Italia incontrava difficoltà nell'influenzare i tassi interbancari con scadenza superiore al mese e soprattutto nell'influenzare la struttura a termine dei tassi interbancari (cfr. Rossi 1996). Il tasso PCT non sembra nemmeno assumere il ruolo di "fondamentale" in un modello di tassi interbancari a *target zone* (cfr. De Felice ed Esposito 1996).

FIGURA 5



6.2. Lungo periodo

I tassi ufficiali stabiliti dalla BC costituiscono un pavimento (per l'Italia, lo era il tasso di sconto r_{sc}) e un tetto (il tasso sulle anticipazioni a scadenza fissa r_{sf}), all'interno dei quali si muovono, in maniera aggiustata, i tassi del mercato interbancario. Al di sopra e al di sotto dei tassi amministrati dovrebbero esistere, rispettivamente, un'offerta e una domanda illimitate di liquidità da parte della BC, se i tassi monetari debbono rispettare il corridoio.³⁰

È ovvio però che nel medio-lungo periodo, se il tasso monetario continuasse a premere per uscire in alto dal corridoio, la BC dovrebbe cedere base monetaria in via definitiva, attraverso gli acquisti definitivi di titoli (OMA permanenti) o attraverso il rifinanziamento bancario (FINBC) illimitato³¹ (l'operazione contraria avviene nel caso di

³⁰ Sul significato del corridoio per i paesi europei e sull'esperienza italiana si vedano i lavori di Angeloni (1994) e Sarcinelli (1995). Quest'ultimo (p. 517) ha parlato di «corridoio all'italiana», per le eccezioni fatte al suo mantenimento nei primi anni di attuazione. In Italia il limite inferiore al corridoio, costituito dalle anticipazioni ordinarie (offerte al tasso di sconto), non era tecnicamente adeguato (cfr. Angeloni 1994, pp. 497-98).

³¹ Anche il rifinanziamento bancario diretto era diventato in Italia prevalentemente a scadenza. Si può notare come le variazioni delle fonti di BM controllate dalla Banca d'Italia abbiano assunto segni opposti, a seconda della funzione permanente o transitoria che esse svolgevano. Le OMA permanenti sembravano in genere destinate a compensare variazioni di BM dell'estero o del Tesoro non desiderate. Ad esempio, nel 1997 le OMA permanenti hanno ceduto liquidità per compensare il forte assor-

sfondamento in basso); oppure potrebbe rifiutarsi di continuare a cedere moneta riallineando i tassi ufficiali verso l'alto. L'aggiustamento del corridoio dei tassi ufficiali sui valori di *trend* dei tassi interbancari (sia verso l'alto che verso il basso) sta a indicare l'incapacità da parte della BC di controllare il livello dei tassi (la presenza del corridoio garantisce solo un limite alle fluttuazioni di breve periodo).

Cosa significa un riallineamento dei tassi ufficiali? Se vi è un eccesso di domanda di liquidità da parte del sistema, giudicato permanente, o un difetto strutturale di offerta, vuol dire che i depositi debbono crescere, ma che le risorse debbono essere prevalentemente trovate, in concorrenza con le altre risorse finanziarie, a tassi crescenti. I tassi bancari si aggiustano su quelli ufficiali, perché sono questi che segnalano meglio le condizioni di equilibrio dei mercati bancari, al di là dei movimenti che la BC giudica transitori e intende, più o meno, attenuare. La BC conosce dunque meglio, rispetto al sistema bancario e al mercato che ne regola gli scambi di liquidità di breve periodo, la natura delle perturbazioni e si incarica di segnalare gli aggiustamenti definitivi dei tassi. La posizione dei tassi ufficiali «indica il livello generale dei rendimenti a breve ritenuto appropriato dalla banca centrale».³² Concordiamo con questa affermazione se strettamente intesa nel senso che la BC ha il compito (pur difficile) di giudicare, piuttosto che quello di determinare!

Per quanto fino ad ora argomentato, possiamo completare il modello affermando che attorno al valore medio di r_m la BC determina i tassi ufficiali. Se i valori di equilibrio di r_m cambiano durevolmente, la BC cambia i tassi ufficiali, secondo l'equazione 28 (tralasciamo, per semplificare, la banda superiore del corridoio):³³

$$(28) \quad r_{sc} = E(r_m) - a.$$

Sui tassi ufficiali le banche determinano, in maniera concordata, i tassi bancari attivi e passivi. La distanza tra essi sarà data dai costi operativi e dagli extraprofitti, se il sistema bancario gode di un certo grado di monopolio.

bimento del Tesoro, mentre le operazioni PCT hanno assorbito liquidità per rallentare la discesa del tasso monetario.

³² Cfr. Angeloni (1994, p. 496).

³³ Il tasso di riferimento inferiore potrebbe essere, come in Europa, il tasso sui depositi presso la BC.

$$(29) \quad r_{cr} = r_{sc} + b; \quad b > 0$$

$$(30) \quad r_d = r_{sc} + c \quad c < b, \text{ potrebbe assumere anche segno negativo.}$$

Le equazioni sopra riportate (28, 29, 30), assieme alle 26 e 27 già viste, determinano i cinque tassi sui mercati a breve termine: r_m , r_{sc} , r_{pct} , r_{cr} , r_d . I tassi ufficiali nel medio-lungo periodo seguono l'andamento del tasso interbancario (ovviamente collegato ai mercati dei titoli), visto che i prestiti marginali a scadenza fissa (FINBC) sono eccezionali e che gli interventi PCT smussano le oscillazioni del tasso interbancario, senza comprometterne gli andamenti di fondo. I tassi bancari, specie quello sui depositi, seguono da vicino quelli ufficiali (cfr. figura 6). Il loro margine, come abbiamo già detto, dipende dall'efficienza e dalla concorrenzialità del sistema bancario. La banca centrale in questo contesto ha una duplice funzione: quella corrente di stabilizzare il tasso monetario da shock transitori e stabilizzare con esso anche l'attività bancaria; quella più duratura, ma limitata, di incidere sul livello del tasso e del corridoio decidendo di finanziare una quantità maggiore o minore di riserve: se depositi e crediti vincolano l'attività bancaria, allora la BM ceduta dalle autorità può al massimo indurre i tassi di equilibrio r_m (e, con essi, r_d , r_{cr}) a posizionarsi tra il punto B e il punto A della Figura 3. Chiaramente non potrebbe spingere i tassi più in alto del livello corrispondente al rifinanziamento nullo; se volesse invece spingerli più in basso di A, finanzierebbe una parte del credito alle imprese, disintermediando il sistema bancario, che si verrebbe a trovare in uno squilibrio strutturale.

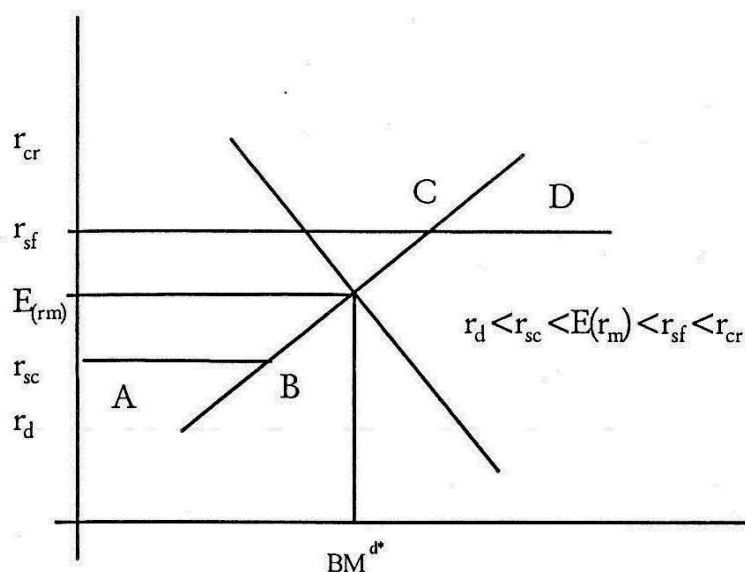
La limitazione all'influenza che la BC può esercitare sia sui tassi che sul livello dell'attività bancaria è spiegata teoricamente sotto cambi fissi (essa fu condivisa da tutti i paesi europei periferici che aderivano allo SME), allorquando è la stessa offerta di riserve da parte dell'autorità a diventare endogena per le necessità di mantenimento del cambio.³⁴ Ma se è valido il modello da me proposto, anche un'offerta di base monetaria controllabile (sotto cambi flessibili) non migliorerebbe le prospettive d'intervento. Il corridoio non è specifico dei cambi fissi e del coordinamento monetario necessario tra i paesi aderenti all'accordo, tanto è vero che è stato adottato anche dalla

³⁴ Imperato e Micossi (1992) spiegano come si indeboliscano le procedure di controllo monetario sotto cambi fissi e come perda rilevanza, a questo fine, anche l'aliquota di riserva obbligatoria.

BCE, sottoposta a un regime di cambi fluttuanti verso l'esterno. Esso appare infatti funzionale (anche se non necessario) alla gestione dei moderni regimi monetari e finanziari, caratterizzati da piena libertà dei movimenti di capitali e da concorrenza nei mercati degli strumenti finanziari.

FIGURA 6

IL MERCATO MONETARIO E I TASSI UFFICIALI



7. Rifinanziamento e corridoio nell'Unione Monetaria Europea

La "strategia"³⁵ della Banca Centrale Europea (BCE) nei suoi primi mesi di applicazione ha confermato, in generale, le aspettative degli economisti e i suggerimenti dell'IME (Istituto Monetario Europeo).³⁶ Alla definizione precisa dell'obiettivo della stabilità dei prezzi³⁷ è stato

³⁵ I dirigenti del nuovo organismo hanno preferito parlare di strategia, anziché di metodi di conduzione della politica monetaria, forse per sottolineare i caratteri evolutivi e dinamici della realtà e della politica a essa diretta, nonché gli elementi previsivi che entrano pesantemente in gioco nella sua definizione.

³⁶ Ci si riferisce al rapporto IME (1997).

³⁷ «La stabilità dei prezzi verrà definita come un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area dell'euro inferiore al 2%. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine» (*Bollettino BCE*, gennaio 1999, p. 46). La definizione citata di stabilità non comprende la deflazione (parla in-

affiancato l'annuncio di un valore di riferimento per la crescita monetaria di un aggregato ampio (M3).³⁸ La definizione di tale tasso di crescita, assieme all'accurata previsione degli andamenti dei prezzi e dei rischi per la loro stabilità, costituiscono i due pilastri della strategia della politica monetaria unica.³⁹

Le procedure operative scelte dalla BCE sembrano rafforzare il modello del corridoio appena esaminato, che è stato fissato, all'avvio della politica monetaria unica, tra il 2 e il 4,5%. All'interno del corridoio navigano l'EONIA (*Euro Overnight Index Average*), tasso medio *overnight* europeo, l'EURIBOR (tasso interbancario a tre mesi), nonché il tasso di rifinanziamento PCT fissato dalle autorità.

I limiti del corridoio sono determinati dal prestito marginale, attraverso cui il SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrali) concede credito illimitato *overnight* a un costo penalizzante, e dal deposito *overnight* delle banche presso il SEBC, remunerato a un tasso inferiore rispetto a quello di mercato.⁴⁰ Queste due opportunità sono sempre presenti e concesse a domanda delle controparti (*standing facilities*), anche se la prima richiede opportune garanzie in titoli.

Come si può notare, il limite inferiore al corridoio è meglio stabilito rispetto a quanto non lo fosse in Italia (dal momento che il tasso ufficiale di sconto era un tasso di rifinanziamento e non uno di acquisto della liquidità). Nessuna banca troverà conveniente prestare fondi a un tasso inferiore a questo.

La creazione di un mercato interbancario unico nel comparto a brevissimo termine ha richiesto l'integrazione del sistema dei pagamenti per consentire agli operatori di regolare le transazioni in tempo

fatti di aumento dei prezzi); quest'ultima risulta dunque da combattere al pari dell'inflazione.

³⁸ L'aggregato M3 è composto da tutte le passività delle istituzioni finanziarie e monetarie con scadenza inferiore ai due anni compresi.

³⁹ La strategia adottata dalla BCE è una via intermedia, più pragmatica, tra una *monetary targeting rule* (MT) e un'*inflation forecasting targeting rule* (IFT). Essa è una strategia orientata alla stabilità, che non vuole rompere con la buona tradizione tedesca, ma che, allo stesso tempo, tiene conto del contesto del tutto nuovo e in evoluzione a cui dovrà applicarsi. A differenza del MT, scostamenti dell'aggregato monetario dal valore di riferimento non verranno rettificati in maniera meccanicistica; a differenza dell'IFT, non verranno rese note le previsioni della BCE sull'inflazione futura, né sarà seguita alcuna regola di aggiustamento automatico. Cfr. Angeloni, Gaspar e Tristani (1999).

⁴⁰ L'ampiezza del corridoio è variata nei primi 11 mesi di attuazione tra i 2,5 e i 2 punti.

reale (sistema TARGET). I tassi *overnight* quotati nei diversi paesi, sebbene differenziati, sono armonizzati a opera degli arbitraggi che alcuni intermediari attuano tra banche di diversi paesi e attraverso il ricorso ai PCT gestiti dalla BCE; essi vengono "riassunti" nel tasso EONIA.

Le operazioni di mercato aperto con patto di riacquisto (PCT), attribuite in asta, sono sempre la principale forma d'intervento, poiché rispondono al desiderio di trasmettere gli impulsi di politica alla struttura dei tassi, indirettamente, attraverso il mercato a breve. Ci si aspetta che i tassi a lunga reagiscano ai cambiamenti della politica attraverso le aspettative.⁴¹ Le operazioni PCT sono di tipo ordinario (operazioni regolari, chiamate di rifinanziamento principale) oppure straordinario. Quelle regolari sono offerte a tasso fisso, se a breve scadenza (fino a 15 giorni) e a tasso variabile, se a scadenza più lunga (3 mesi); questo per lasciare al mercato la definizione della struttura a termine dei tassi.⁴² Le operazioni straordinarie (o di *fine tuning*) mirano a ridurre gli effetti sui tassi causati da variazioni impreviste di liquidità; esse possono essere sia temporanee che definitive.⁴³

Nell'economia del presente lavoro sono consentiti solo due ordini di considerazioni:

a) il corridoio è stato senz'altro un ottimo strumento per l'armonizzazione della politica monetaria dei paesi europei nella fase di passaggio,⁴⁴ così come lo è oggi per la definizione di una politica monetaria unica. Esso appare funzionale alla logica che governa una

⁴¹ Cfr Angeloni, Gaspar e Tristani (1999, p. 22).

⁴² Nei primi 11 mesi del 1999, il tasso sul rifinanziamento principale è stato abbassato dal 3 al 2,5% (secondo trimestre) e di nuovo rialzato al 3% (novembre). Del rifinanziamento viene stabilita per ora anche la quantità concessa, in attesa, forse, che il mercato monetario compia al suo interno ulteriori passi verso l'unificazione. L'omogeneizzazione del mercato della liquidità (un mercato, un tasso) non può avvenire unicamente attraverso gli interventi ufficiali. Per assumersi questo compito, la BCE dovrebbe intervenire massicciamente sia con operazioni di acquisto che con operazioni di vendita PCT. Riteniamo pertanto che essa preferisca stimolare anzitutto l'unificazione del mercato privato e che, solo allorquando questa sarà ritenuta soddisfacente, passerà a interventi PCT non limitati.

⁴³ Esistono inoltre operazioni strutturali (temporanee o definitive) miranti a modificare la posizione strutturale del SEBC nei confronti del settore finanziario; sarà interessante osservare se e come questo tipo di operazioni verrà utilizzato.

⁴⁴ «L'introduzione della banda dei tassi ufficiali ha costituito un valido supporto tecnico per rendere più agevole e trasparente il coordinamento delle politiche monetarie tra i paesi aderenti all'accordo europeo del cambio» (cfr. Sarcinelli 1995, p. 519).

politica monetaria comune applicata a regioni differenziate; sancisce l'unità del mercato monetario (della liquidità) e stimola gli arbitraggi consentendo, e limitando, le differenziazioni regionali.

È opinione comune che in un'area monetaria unica non sia rilevante dove venga immessa BM: essa andrà, secondo il principio dei vasi comunicanti, dove si renderà più necessaria.⁴⁵ Se questo lo si ritiene vero per la BM derivante dai saldi esteri, lo è, *a fortiori*, per la base monetaria endogena. Alla fine degli aggiustamenti (immediati) il tasso sarà unico. Ecco l'importanza dell'esistenza di un mercato monetario unico efficiente e l'opportunità, da parte della BCE, di intervenire sul mercato a un tasso prefissato comune nonché di stabilire margini, ufficialmente garantiti, che verrebbero attivati ove gli arbitraggi spaziali non dovessero funzionare.⁴⁶ I problemi regionali della politica monetaria unica costituiranno un argomento interessante del dibattito futuro.

b) Al di là degli aspetti regionali, a cui risulta funzionale la procedura operativa del corridoio, saremo chiamati in futuro a giudicare l'efficacia complessiva della politica monetaria della BCE che, nei presupposti, appare completamente libera, poiché sotto cambi flessibili.

Il contesto di attuazione sembra però del tutto simile a quello esaminato nel modello di banca-intermediario del paragrafo 4, e dunque con tutti i limiti alle concrete possibilità di controllo che esso comporta. Ricordiamo le concordanze della realtà europea con tale modello:

- la scomparsa di fonti di BM esogene, al di fuori di quelle derivanti dagli avanzi della bilancia dei pagamenti: secondo i vincoli di Maastricht non vi saranno più finanziamenti monetari dei deficit pubblici;

- la dipendenza del mercato monetario-bancario europeo dalle più generali scelte di portafoglio internazionali e interne, con-

⁴⁵ Sull'irrilevanza di una definizione di BM a livello regionale si veda, tra tutti, Gnesutta (1971). Altri economisti (minoritari) ritengono che, nonostante il tasso d'interesse unico, il luogo dove viene ceduta la BM sia importante per lo sviluppo regionale e nazionale (cfr. Dow 1993).

⁴⁶ Non è compito del presente lavoro commentare il funzionamento di tali meccanismi nei primi mesi di attuazione. Si accenna al fatto che solo inizialmente i tassi *overnight* sono risultati molto dispersi attorno all'EONIA, per ovvie ragioni di adattamento da parte degli intermediari.

giuntamente all'attenzione, da parte della BCE, a rispettare le regole dei mercati finanziari secondo la filosofia che una BC non può andare contro i mercati. Questo si deduce soprattutto dalla volontà, dichiarata, di non interferire sulla struttura dei tassi d'interesse. Anche l'identificazione di un aggregato monetario ampio di riferimento è indicativa della volontà di lasciare al mercato la definizione dei tassi e delle singole componenti delle attività finanziarie liquide;

– infine, l'attenzione a non ridurre artificialmente la sfera d'intermediazione che i mercati assegnano alle banche. A questo proposito appare molto significativo che l'aliquota di riserva obbligatoria scelta sia piuttosto bassa⁴⁷ e che la sua remunerazione avvenga a tassi non penalizzanti (sono stati scelti quelli sul rifinanziamento principale). Nell'applicazione della riserva obbligatoria la BCE è tenuta a seguire il principio di non «indurre fenomeni significativi e indesiderabili di delocalizzazione o disintermediazione». ⁴⁸ Essa è stata prevista per aumentare la flessibilità del mercato monetario, ma non per il controllo dello stock monetario: «Nessun cuneo artificiale è stato introdotto tra i tassi sui depositi bancari e sui prestiti». ⁴⁹

Se il mercato bancario è sempre più costretto a seguire le regole dei mercati finanziari, allora anche la fornitura di base monetaria da parte della BC dovrà essere rispettosa del suo equilibrio. Questo significa che anche il tasso monetario, pur teoricamente controllabile tramite il rifinanziamento, diventa una variabile essenzialmente endogena, come nei modelli del paragrafo 4.

8. Conclusioni

Nonostante i riferimenti all'esperienza italiana ed europea, ritengo che il carattere estremo ed eccessivamente semplificato dei modelli so-

⁴⁷ Gli obblighi sono stati fissati al 2%, con possibilità di mobilitazione. Questa è stata forse la decisione meno in linea con i suggerimenti dell'IME, secondo il quale la riserva obbligatoria era importante per: a) la stabilizzazione dei tassi d'interesse sul mercato monetario; b) l'aumento del fabbisogno strutturale di liquidità; c) l'aumento dell'elasticità della domanda di moneta al tasso d'interesse, utile per il controllo della crescita monetaria (cfr. IME 1997, p. 64).

⁴⁸ IME (1997, p. 64).

⁴⁹ Cfr. Angeloni, Gaspar e Tristani (1999, p. 23).

pra riportati possa servire a riflettere su una linea di tendenza, più che a interpretare compiutamente una situazione reale precisa;⁵⁰ inoltre i due regimi bancari ipotizzati sono stati concepiti come dipendenti dal contesto economico-politico-istituzionale, piuttosto che dalle caratteristiche dell'operatore (vale a dire che non si intendono come alternativi, né come ineluttabili).

L'opinione oggi prevalente è che le BC, in quanto monopoliste nell'emissione di nuova base monetaria, detengano il controllo ultimo del tasso a brevissimo termine: «[...] esse possono fissarlo, se lo vogliono, iniettando o sottraendo tutta la liquidità che il mercato domanda al tasso desiderato».⁵¹ Le BC possono realmente controllare il tasso monetario e, assieme ad esso, la moneta e il credito (o i tassi di interesse bancari) attraverso il costo della base monetaria cosiddetta "endogena"?

Se la banca è creatrice di credito e di depositi e la moneta non è un'attività in concorrenza con le altre (*old view*), la BC può controllare il livello dell'attività bancaria (e il tasso creditizio) indirettamente, se fornisce nuova BM a un prezzo determinato sul mercato. Abbiamo visto però come si possano incontrare problemi nel definire l'offerta di credito e la domanda di rifinanziamento, allorquando l'attività bancaria, non essendo legata ai depositi, dipende esclusivamente dalla disponibilità del rifinanziamento stesso. Un esito probabile di questo modello è che, se le riserve sono esclusivamente prese a prestito, la BC perde il controllo della moneta, ma mantiene quello del tasso. In questo modello BM endogena comporta dunque anche moneta endogena.

Le cose cambiano allorquando i depositi non si possono considerare frutto dei crediti, ma uno degli impieghi alternativi della ricchezza. Sotto funzioni di credito e di depositi indipendenti tra loro e dalla BM ceduta dalle autorità, il livello dell'attività bancaria è determinato dai mercati e, con esso, il livello della base monetaria (riserve), che la BC può decidere di fornire oppure no. L'attività bancaria va in equilibrio giornalmente attraverso il mercato monetario e il tasso che in esso si determina. I poteri delle BC, rispetto al controllo della mo-

⁵⁰ Chi scrive non aderisce completamente al modello della banca come intermediario, ritenendo che, entro certi limiti, anche in un'economia aperta la domanda di depositi dipenda dall'offerta di crediti. Ritiene semmai che le BC moderne, animate da spirito antinflazionistico, si comportino come se avessero a che fare con tale modello.

⁵¹ Cfr. Borio (1997, p. 93).

neta e del tasso monetario, indipendente da quello delle altre attività finanziarie, sono sostanzialmente compromessi.

La collocazione dell'intermediazione bancaria all'interno di un sistema di mercati finanziari efficienti e internazionalmente liberi richiede al sistema bancario un comportamento il più possibile in linea con i mercati delle attività. La specificità dell'intermediazione bancaria, riflessa nell'esigenza di mantenere riserve di liquidità e nella presenza di un prestatore di ultima istanza, viene protetta dalle BC, le quali possono fornire, a tassi di offerta pari a quelli del mercato monetario, tutte le riserve di cui il sistema necessita o solo parte di esse. A seconda dell'entità dell'intervento i tassi monetari possono scendere assieme a quelli sul rifinanziamento e l'attività di intermediazione aumentare, ma solo all'interno di un certo intervallo. Le banche centrali non possono fare di più; se volessero mantenere tassi diversi da quelli di mercato, il sistema bancario cadrebbe in una situazione di squilibrio di tipo strutturale. Le BC non desiderano in genere causare una situazione di questo tipo; al contrario, lasciano che il tasso monetario sia libero di aggiustarsi nel lungo periodo: gli strumenti di rifinanziamento di cui si sono munite, di natura strettamente temporanea, sembrano non contraddire tale proposito.

L'ampiezza della possibilità d'intervento dipende dunque soprattutto dall'esistenza di obblighi di riserva: tanto più alti sono, tanto maggiore è il margine di influenza che la BC può avere sui tassi e sui livelli di attività bancaria, con l'ovvio risvolto di costi allocativi. Non è un caso che gli obblighi di riserva siano stati sempre molto bassi dove prevalgono i mercati finanziari (Gran Bretagna).⁵²

Il compito delle BC sul mercato monetario è soprattutto quello di attenuare gli shock di natura transitoria, oppure segnalare e poi confermare, attraverso l'aggiustamento del corridoio ufficiale, le variazioni definitive dei tassi a breve.

⁵² Quando il tasso sui titoli va in equilibrio sul mercato internazionale, i tassi bancari nazionali possono riflettere la situazione locale del credito e dei depositi, come la capacità delle imprese non finanziarie di accendere prestiti obbligazionari, l'esistenza di intermediari che operano sui mercati finanziari, l'efficienza tecnica e operativa del sistema bancario. I tassi monetari (e bancari) di equilibrio possono essere sostanzialmente diversi tra paesi anche a causa del livello degli obblighi di riserva e della quantità d'intervento delle banche centrali. Questi possono essere stati i motivi che hanno mantenuto in Italia un tasso d'interesse a breve termine mediamente più alto di quello dei partner europei nel periodo di transizione all'Unione Monetaria Europea.

Se il rifinanziamento può incontrare questi limiti, non è detto che la BC abbia perso tutti gli strumenti di intervento. Per un controllo dei tassi a più lungo termine e della moneta, rimangono le operazioni di mercato aperto definitive. Anche rispetto all'efficacia delle OMA definitive si nutrono oggi dubbi. Nelle scadenze lunghe la BC non ha il potere di monopolio e la maggiore ampiezza dei mercati tende a limitare l'influenza diretta di tali operazioni. Come afferma Dow,⁵³ la grande influenza che le banche centrali esercitano sui mercati finanziari non dipende dall'entità dei loro interventi: essa è dovuta alla capacità di influire sulle opinioni di mercato, sulle aspettative dei tassi. Le aspettative influenzano però allo stesso modo tutti i tassi sulle attività finanziarie e ciò compromette i risultati della politica orientata all'obiettivo monetario. Il collegamento stretto che esiste tra i tassi bancari e il tasso sulle operazioni della BC, durante una politica restrittiva, poggia del resto proprio sulla certezza che tutti i tassi delle attività finanziarie aumentino concordemente, altrimenti i tassi bancari risulterebbero troppo elevati e le banche verrebbero espulse dal mercato.

La scarsa autonomia (se non rilevanza), in termini di politica economica degli interventi di mercato delle BC è provata dalla forte presenza di annunci che accompagnano tutte le loro operazioni e dall'uso di tecniche di offerta che funzionano soprattutto da indicatore delle intenzioni future. L'efficacia delle operazioni delle BC sembra dunque passare esclusivamente tramite l'effetto che hanno sulle aspettative!

Del resto, il quesito che mi sono posta potrebbe apparire obsoleto, dal momento che altri sono i fini ultimi a cui sono chiamate oggi a rispondere le BC. L'obiettivo antinflazionistico (l'ancora per la stabilità dei prezzi) non richiede infatti, in un sistema finanziarizzato e dominato da aspettative razionali, la capacità delle banche centrali di incidere sui tassi d'interesse relativi e sulla quantità di moneta,⁵⁴ quanto piuttosto la capacità di aggiustare i tassi d'interesse nominali.⁵⁵ Se è

⁵³ Dow (1988, p. 447).

⁵⁴ Se la BM non è più fonte di ricchezza, la capacità della BC di cambiare la quantità di moneta nel portafoglio degli operatori dipende dalla sua capacità di influire sui tassi relativi. Con depositi a tasso fisso, perché nullo o perché vincolato, la BC riusciva nell'intento, semplicemente influenzando il tasso sui titoli.

⁵⁵ «In risposta a una crescita nell'inflazione attesa rispetto all'obiettivo, ciascuna banca centrale aumenta i tassi nominali abbastanza da spingere in alto i tassi reali» (cfr. Clarida, Gali e Gertler 1998, p. 1035). Ritengo comunque che la capacità di aggiustamento del tasso nominale, strettamente collegata alla formazione delle aspettative sui mercati, sia cosa diversa dalla capacità di controllo dello stesso!

previsto un aumento dei prezzi, la BC non fa altro che aiutare i mercati a innalzare tutta la struttura a scadenza dei tassi, governando appunto quello monetario, o meglio, aggiustandolo nella direzione in cui i mercati si aspettano che essa li aggiusti. Ritengo che la capacità di aggiustamento del tasso nominale, che le BC mostrano di possedere, sia cosa diversa dalla capacità di determinazione incondizionata (controllo) dello stesso! Secondo chi scrive, la teoria macroeconomica, per ultimo quella dei libri di testo, deve ancora fare i conti con questa nuova concezione d'intervento delle BC.

Il presente lavoro non ha affrontato il problema dell'operato delle BC in funzione dell'obiettivo finale, si è limitato a focalizzare l'attenzione su quelli che, tradizionalmente, vengono concepiti come obiettivi intermedi: la moneta e i tassi. Esso ha posto in rilievo le diverse capacità d'intervento da parte delle BC nei due regimi bancari, qualora la BM sia immessa nel sistema solamente attraverso il rifinanziamento di mercato: in generale, le BC perdono la capacità di controllo dell'aggregato monetario e, in un'economia altamente finanziarizzata (e aperta), anche quella di determinazione del tasso a brevissima scadenza; questo dovrebbe accadere perché il tasso monetario è anche il tasso che porta in equilibrio l'intera intermediazione bancaria.

BIBLIOGRAFIA

- ANGELONI I. (1994), "Strumenti ed obiettivi operativi della Banca d'Italia; verso un modello europeo", *Note economiche*, n. 3, pp. 486-504.
- ANGELONI I., V. GASPAR e O. TRISTANI (1999), "The monetary policy strategy of the ECB", dattiloscritto.
- BOFINGER P. e A. SCHÄCHTER (1995), "Alternative operating procedure for monetary policy - A new look at the money supply process", *CEPR Discussion Paper*, no. 1257.
- BORIO C.E.V. (1997), "The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey", *BIS Economic Papers*, no. 47.
- BRUNNER K. e A.H. MELTZER (1991), *Monetary Economics*, Basic Blackwell, Oxford.
- CLARIDA R., J. GALI e M. GERTLER (1998), "Monetary policy rules in practice", *European Economic Review*, no. 42, pp. 1033-67.
- DE FELICE G. e M. ESPOSITO (1996), "Il comportamento dei tassi di interesse interbancari e la trasmissione della politica monetaria", *Ricerche*, marzo, pp. 25-56.
- DOW J.C.R. (1988), "Incertezza e processo finanziario: le conseguenze per il potere della banca centrale", *Moneta e Credito*, n. 164, pp. 439-55.

- DOW S.C. (1993), *Money and the Economic Process*, Edward Elgar, Aldershot.
- FRIEDMAN B.M. (1990), "Targets and instruments of monetary policy", in B.M. Friedman and F.H. Hahn eds, *Handbook of Monetary Economics*, vol. II, pp. 1185-230, e in NBER, *Reprint*, no. 1542.
- GNESUTTA M. (1971), "Sulla rilevanza di una definizione della base monetaria a livello regionale", *Quaderni dell'economia sarda*, n. 1, pp. 5-16.
- GOODHART C. (1994), *Moneta informazione incertezza*, il Mulino, Bologna.
- IME (1997), *La politica monetaria unica nella terza fase: caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, Francoforte S.M.
- IMPERATO I. e S. MICOSI (1992), "Modifiche urgenti nel regime di riserva obbligatoria", *Politica economica*, n. 3, pp. 277-99.
- MCCALLUM B.T. (1989), *Monetary Economics. Theory and Policy*, Macmillan, London.
- MOORE B.J. (1968), *An Introduction to the Theory of Finance*, Free Press, London, New York.
- POLATO M. (1995), *Mercato della base monetaria e comportamento delle banche*, Giappichelli, Torino.
- POOLE W. (1970), "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, no. 2, pp. 197-216.
- ROSSI E. (1996), *La gestione delle riserve bancarie e il canale del credito nella trasmissione della politica monetaria*, relazione al convegno su "Mercati finanziari, evoluzione del sistema bancario e politica del credito", Firenze 17-18 maggio.
- SARCINELLI M. (1995), "La politica monetaria italiana negli anni '80 e '90: la revisione del *modus operandi*", *Moneta e Credito*, n. 192, pp. 499-526.
- SMITH P.F. (1978), *Money and Financial Intermediation*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- TOBIN B. (1982), "The commercial banking firm: a simple model", *Scandinavian Journal of Economics*, no. 4, pp. 495-530.
- TOBIN B. (1983), "Financial structure and monetary rules", *Kredit und Kapital*, Nr. 2, pp. 155-71.
- TOBIN J. e W.C.B. BRAINARD (1963), "Commercial banks as creators of money", in D. Carson ed., *Banking and Monetary Studies*, R.D. Irwin Inc., Homewood, pp. 408-19.
- TOBIN J. e W.C.B. BRAINARD (1969), "Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls", in M. Monti, a cura di, *Problemi di economia monetaria*, Etas Kompas, Milano, pp. 94-113.