L'Offerta di Moneta e gli Aggregati Monetari

La BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote all'interno dell'area dell'euro.

Moneta ed aggregati monetari

Moneta = Moneta legale + moneta bancaria

Moneta legale(C) = Circolante dei privati.

Moneta bancaria o fiduciaria (D) = Depositi dei privati presso le banche (data la loro quasi perfetta sostituibilità con la moneta legale sono considerati dai privati come moneta bancaria).

Diverse definizioni della moneta bancaria sommate alla moneta legale implicano diversi **aggregati monetari (M1, M2, M3).**

Aggregati Monetari

Con essi si valuta l'insieme complessivo, in un determinato momento di un sistema economico, della moneta e delle attività finanziare che possono avere la stessa funzione della moneta. In generale, la definizione appropriata di un aggregato monetario dipende sostanzialmente dalla finalità ad esso attribuita.

Con l'avvio della Terza fase dell'UME, gli operatori dell'area Euro, soggetti ad obblighi di segnalazione statistica alla BCE, sono stati identificati come Istituzioni Finanziarie Monetarie (IFM): Banche Centrali; Istituti di credito residenti; Istituzioni finanziarie (fondi di Investimento Monetario). Definizione armonizzata delle categorie di Passività delle IFM: M0, M1, M2 e M3.

L'emissione di strumenti monetari è prerogativa della Banca centrale e sistema bancario (denominati istituzioni finanziarie monetarie dall'Eurosistema): prerogativa di "produrre" titoli ad alta liquidità. Raccolgono fondi presso il settore privato cedendo in contropartita un titolo di debito (di diversa forma contrattuale) che attesta il loro impegno a rimborsarlo con moneta legale su richiesta o con un breve preavviso:

- la **Banca centrale** emette moneta legale, o accetta depositi trasformabili in banconote e monete metalliche su richiesta;

- le **banche** raccolgono fondi nella forma di depositi e si impegnano a trasformarli in moneta legale su richiesta del depositante.

M0
(Moneta ad alto potenziale
o Base monetaria BM):

Rappresenta la somma circolante di tutte le banconote e monete metalliche presenti in un sistema economico in un determinato momento.
Comprende la moneta legale e qualsiasi attività convertibile immediatamente e senza costi in moneta di nuova creazione.

- **Da cosa è composta la Base Monetaria**
- **Chi domanda Base Monetaria**
- **Chi offre Base Monetaria**

La Base Monetaria è composta da:

- **Debiti a Vista della Banca Centrale: Banconote + Depositi presso le BCN delle Banche Commerciali (Depositi sotto forma di Riserve Obbligatorie o Riserve Libere)**
- **Monete + banconote in Euro che circolano (Circolante)**
- **Valute Estere (ovverosia le Riserve Valutarie) detenute dalla Banca Centrale e dalle BCN. (La Valuta Estera è base monetaria perché se ci si reca presso la Banca Centrale con 100 dollari e se ne chiede la conversione in Euro, la Banca Centrale incrementerà le proprie riserve valutarie, ma al contempo dovrà stampare il corrispondente dei 100 dollari da consegnare al cliente creando di fatto nuova Base Monetaria).**

Lato della domanda (chi utilizza la Base Monetaria).

- **Pubblico (BMP), ovverosia le famiglie che domandano BM sotto forma di Circolante essenzialmente per effettuare i pagamenti. Una grossa componente di operatori che domandano BM è rappresentata dal pubblico, quindi dalle famiglie.**
- **Privati (BMB), in particolar modo chi domanda BM sono le banche commerciali. Esse infatti domandano Circolante per effettuare essenzialmente due tipi di operazioni: soddisfare l'obbligo della Riserva Obbligatoria (tutti gli istituti di credito sono infatti soggetti a una riserva obbligatoria recentemente – nel 2012 - portata all'1% di quelle che sono le passività a breve) e per le Riserve Libere (le banche commerciali possono decidere - nel caso abbiano liquidità eccessiva - di detenere BM per far fronte a situazioni di esigenza di liquidità immediate).**

Dal lato dell'utilizzo (della domanda) la BM è data dalla somma:

- **Circolante (Banconote e Monete) +**
- **Depositi delle banche commerciali presso la Banca Centrale +**
- **Conti Correnti delle banche commerciali presso le Banche Centrali Nazionali.**

Lato dell'offerta: i canali di creazione della Base Monetaria.

In equilibrio, ex-post, la domanda e l'offerta di BM devono eguagliarsi.

- **Canale del Tesoro**
- **Canale Estero (BMES)**
- **Canale del Finanziamenti dalla Banca Centrale Europea al settore bancario (FINBCE)**
- **BM Altri Settori (BMAS)**

Il canale del Tesoro: tale canale prevedeva per l'Italia (mentre dal punto di vista teorico è ancora aperto a diversi Paesi) che la Banca Centrale finanziasse i deficit pubblici dello Stato. Si creava quindi un forte legame tra quello che è il Tesoro di uno Stato e la Banca Centrale che poteva stampare moneta per acquistare titoli del debito pubblico emessi a copertura di un deficit pubblico.

- **1981: divorzio tra Banca d'Italia e Tesoro**
- **Trattato di Maastricht ha previsto nell'articolo 104 del Trattato sull'Unione Monetaria Europea un espresso divieto alle Banche Centrali Nazionali ma anche alla Banca Centrale Europea di acquistare a qualsiasi titolo, da parte di enti statali, regionali, locali ed enti pubblici in genere, titoli del debito nell'atto dell'emissione.**

Il Ministro del Tesoro

Roma, 12 FEB. 1981

Caro Governatore,

ho da tempo maturato l'opinione che molti problemi di gestione della politica monetaria siano resi più acuti da un'insufficiente autonomia della condotta della Banca d'Italia nei confronti delle esigenze di finanziamento del Tesoro.

In particolare, l'esistenza di un obbligo di acquisto residuale in sede d'asta di BOT, l'abitudine ad appoggiare su una convenzione tra Tesoro e Banca d'Italia il collocamento di titoli poliennali, e la norma sul massimo scoperto del conto corrente di tesoreria provinciale, comportano un insieme di vincoli sulla libertà di gestione dell'offerta di moneta.

E' mia intenzione perciò riesaminare la opportunità della deliberazione del 23 gennaio 1975 del Comitato Inteministeriale per il Credito e il Risparmio con la quale si apportavano modifiche al metodo di collocamento dei buoni ordinari del Tesoro, stabilendo che "il prezzo di sottoscrizione sarà quello offerto dalla Banca d'Italia che assicurerà comunque la copertura dell'intera tranche".

Tale riesame dovrebbe portare ad un sistema in cui l'intervento della Banca d'Italia all'asta dei BOT sia una libera decisione della Banca stessa, e in

Il Ministro del Tesoro

cui l'offerta della Banca concorra, su un piano di parità con le altre, a determinarne il prezzo.

Poiché tuttavia vi è un rischio che errori di valutazione, da parte del Tesoro, sulla quantità di BOT da offrire all'asta, connessi ad errori sulla dimensione della liquidità messa in circuito dalla spesa pubblica, possano produrre andamenti erratici nei tassi d'interesse, appare conveniente indagare se non si possa ridurre l'incidenza di tale errore rendendo le aste quindicinali, anziché mensili.

Sempre nell'intento di rendere più sicuro l'esito dell'asta, potrebbe anche tentarsi la via di costituire un sindacato di collocamento tra le grandi banche, ove questo consentisse effettivamente di rendere minima l'oscillazione indesiderata dei tassi senza però rendere più costoso il collocamento.

Mi sembra tuttavia necessario considerare l'ipotesi che l'esito dell'asta non consenta al Tesoro di ottenere i mezzi necessari al finanziamento della spesa; poiché allora non sarebbe logico restituire alla Banca Centrale, in sede d'asta, un potere di controllo sull'offerta di moneta per toglierlo poi in sede di uso dello scoperto del conto corrente di tesoreria provinciale, dovrebbe anche mettersi allo studio una nuova regolazione di questo aspetto dei legami tra Tesoro e Banca d'Italia.

Il criterio guida, a mio avviso, dovrebbe

./.

essere quello di restituire alla Banca la libertà di definire, in via anticipata, qual'è il massimo di scoperto che è disposta a consentire mese per mese, nel quadro di una decisione globale, pure anticipata, sulla creazione annuale di base monetaria e sui canali di distribuzione.

Il sistema allora potrebbe essere basato su una comunicazione formale al Tesoro, nel quadro della presentazione dei flussi finanziari, e su una condotta del Tesoro regolata su questa comunicazione.

La Banca dovrebbe essere peraltro libera di modificare tale quadro in corso d'anno, al sopravvenire di nuove situazioni. Inoltre, mese per mese, la Banca d'Italia potrà sia creare più base monetaria di quanto deciso, comprando più titoli sul mercato aperto, sia crearne meno di quanto deciso, compensando sul mercato aperto la quota "garantita" attraverso il conto corrente di tesoreria.

Questa quota garantita acquisterebbe quindi essenzialmente la funzione di una rete di sicurezza, per evitare crisi di liquidità del Tesoro; essa potrebbe costituire la base per una politica di offerta di moneta più stabile.

Per non modificare immediatamente la norma di contabilità che prevede un legame tra il livello di massimo scoperto e la dimensione della spesa di bilancio, sarà sufficiente operare un consolidamento con titoli a lunghissimo termine di un'ampia parte del debito a vista

./.

del Tesoro: questo restituirà un margine sufficiente a rendere del tutto libera da vincoli connessi a questa norma, la manovra monetaria della Banca d'Italia.

Gradirei conoscere, su queste proposte, il pensiero della Banca d'Italia, sempre in un quadro di rapporti di collaborazione stretti e proficui.

Con viva cordialità

(Nino Andreatta)

Dott. Carlo Azeglio CIAMPI
Governatore della
Banca d'Italia

ROMA

BANCA D'ITALIA

IL GOVERNATORE

Roma, 6 marzo 1981

Caro Ministro,

rispondo alla Sua lettera del 12 febbraio, le cui linee di ragionamento mi trovano sostanzialmente d'accordo. A conclusioni similari ero pervenuto nel preparare la conferenza del 18 febbraio all'Associazione Nazionale di Banche e Banchieri.

Perchè la politica monetaria non subisca vincoli imposti dalla dimensione e dall'andamento nel tempo del disavanzo statale è necessario che il finanziamento al Tesoro della Banca d'Italia possa essere da questa regolato in piena autonomia al fine di raggiungere gli obiettivi di controllo monetario.

I vincoli derivano attualmente dalla prassi secondo la quale la Banca d'Italia sottoscrive residualmente la parte delle emissioni di titoli di Stato non assorbita dal mercato e dalla possibilità per il Tesoro di attingere al conto corrente con la Banca nei limiti del 14 per cento delle spese.

Occorrerebbe dunque che il Tesoro finanziasse l'intero ammontare delle spese non coperte da entrate fiscali mediante emissioni di titoli in pubblica sottoscrizione e che le operazioni in titoli di Stato della Banca d'Italia, da effettuare soltanto in contropartita del mercato, rispondessero unicamente ad obiettivi di politica monetaria.

L'interruzione dell'automatismo degli acquisti della banca centrale alle aste dei BOT è un primo passo, di notevole importanza, per la realizzazione di un obiettivo di crescita della base monetaria complessiva, indipendente dal disavanzo. Le operazioni di mercato aperto verrebbero effettuate nella misura richiesta dal perseguimento degli obiettivi operativi in materia di creazione di base monetaria.

Ill.mo Signor
sen.prof. Beniamino ANDREATTA
Ministro del Tesoro
ROMA

Nel rispetto della sua funzione strumentale ai fini della determinazione del volume del credito e del raggiungimento degli altri obiettivi della politica monetaria, la creazione di base monetaria deve essere regolata dalla banca centrale tenendo conto degli andamenti di mercato; ciò può implicare un uso flessibile dello strumento in corso d'anno.

I programmi di base monetaria, sia pure definiti in termini di una fascia di tassi di crescita, potrebbero essere comunicati al Tesoro e al mercato, al fine di orientarne le azioni, nelle occasioni in cui vengono fissati gli obiettivi creditizi, quali la riunione del CIPE che approva la ripartizione globale dei flussi monetari tra le varie destinazioni e le Relazioni trimestrali sulla stima del fabbisogno di cassa del settore pubblico allargato presentate dal Ministro del Tesoro alle scadenze di febbraio e di agosto.

Nel presupposto sopra riferito che il disavanzo venga coperto con emissioni di titoli sul mercato, l'esistenza di un rapporto di conto corrente tra la Banca d'Italia e il Tesoro risponde alle esigenze di soddisfare le occorrenze giornaliere del servizio di tesoreria e di compensare temporaneamente eventuali difetti di previsione, rispetto alle necessità di finanziamento. Inoltre, considerata l'attuale variabilità nel tempo del fabbisogno di cassa, il conto corrente presso la Banca d'Italia può servire a stabilizzare nel brevissimo periodo il flusso delle emissioni e a contenere le oscillazioni dei tassi d'interesse, consentendo che l'offerta di titoli possa in alcuni mesi sopravanzare, in altri restare al di sotto del disavanzo.

L'ampiezza del margine di variazione del saldo del conto corrente che queste esigenze implicano è tuttavia largamente inferiore a quel 14 per cento delle spese di bilancio, attualmente superiore a 20.000 miliardi, che costituisce il limite dello scoperto sul conto. E' dunque auspicabile una revisione della normativa che regola l'anticipazione in conto corrente.

Inoltre la possibilità di effettuare emissioni di titoli ogni quindici giorni, cioè con cadenza inferiore al limite di venti giorni previsto per la durata di un eventuale superamento dello scoperto massimo del conto, e un auspicabile miglior sincronismo tra i pagamenti di maggiori dimensioni e gli introiti fiscali faciliterebbero il mantenimento del saldo del conto corrente entro limiti ristretti. E' in quest'ottica che va esaminata l'eventuale esigenza, al momento di dar corso alle innovazioni proposte, di un ultimo collocamento diretto di titoli di Stato nel portafoglio della Banca al fine di ampliare il margine utilizzabile nel conto corrente di tesoreria.

Mi è gradita l'occasione per ricambiarLe sentimenti di viva cordialità.

➢Canale del Finanziamenti dalla Banca Centrale Europea al settore bancario (FINBCE)

Le categorie di intervento sono principalmente due:

- **Operazioni di Mercato Aperto (Open Market Operations)**
- **Operazioni su iniziativa delle controparti (Standing Facilities)**

Operazioni di Mercato Aperto : sono le operazioni che vengono decise e svolte dalla BCE. Essa decide quale tipo di operazioni porre in essere, qual è l'ammontare, qual è la tempistica e quale la modalità. Esse servono genericamente per controllare i tassi di interesse principali (Key Interest Rates) e sono indirizzate a determinare e a controllare le condizioni di liquidità sul mercato e a dare anche un segnale importante circa quello che è l'orientamento della politica monetaria.

Si dividono in quattro categorie:

1) Operazioni di rifinanziamento principale

(Main Refinancing Operations - MROs)

2) Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

(Targed Longer- Term Refinancing Operations - TLTRO)

3) Operazione fine tuning

(Fine Tuning Operations - FTOs)

4) Operazioni di tipo strutturale

(Structural Operations- SOs)

Operazioni di rifinanziamento principale (Main Refinancing Operations - MROs)

sono operazioni temporanee di finanziamento con frequenza settimanale e scadenza di norma a una settimana. Queste operazioni sono effettuate dalle banche centrali nazionali mediante aste standard. Le operazioni di rifinanziamento principali hanno un ruolo centrale nel conseguimento degli obiettivi che l'Eurosistema intende raggiungere attraverso le operazioni di mercato aperto e forniscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario (tasso 3,50%);

Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

(Targed Longer- Term Refinancing Operations - TLTRO)

Sono operazioni temporanee di finanziamento con frequenza mensile e scadenza di norma a tre mesi. Queste operazioni mirano a fornire alle controparti ulteriori finanziamenti a più lungo termine e sono effettuate dalle banche centrali nazionali mediante aste standard. Di norma, l'Eurosistema non utilizza questa tipologia di operazioni per inviare segnali al mercato e, di conseguenza, agisce normalmente in modo da non influenzare il tasso di interesse;

Operazione fine tuning
(Fine Tuning Operations - FTOs)

Le operazioni di fine tuning non sono effettuate con una frequenza prestabilita e mirano a regolare la liquidità del mercato e a controllare l'evoluzione dei tassi di interesse, principalmente per ridurre gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato. Le operazioni di fine tuning sono prevalentemente effettuate sotto forma di operazioni temporanee, ma possono anche assumere la forma di operazioni definitive, di swap in valuta o di raccolta di depositi a tempo determinato.

Operazione fine tuning
(Fine Tuning Operations - FTOs)

Gli strumenti e le procedure utilizzati nell'effettuare operazioni di fine tuning sono adeguati alla tipologia delle transazioni e agli obiettivi specifici da conseguire con tali operazioni. Le operazioni di fine tuning vengono di norma effettuate dalle banche centrali nazionali mediante aste veloci o procedure bilaterali. Il Consiglio direttivo della BCE può decidere che, in circostanze eccezionali, operazioni bilaterali di fine tuning siano effettuate direttamente dalla BCE;

Operazioni di tipo strutturale (Structural Operations- SOs)

l'Eurosistema può effettuare operazioni di tipo strutturale mediante l'emissione di certificati di debito, operazioni temporanee e operazioni definitive. Tali operazioni sono effettuate ogni volta che la BCE intende modificare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario (su base regolare o non regolare). Le operazioni di tipo strutturale sotto forma di operazioni temporanee e di emissione di certificati di debito sono effettuate dalle banche centrali nazionali attraverso aste standard. Le operazioni strutturali di tipo definitivo sono effettuate attraverso procedure bilaterali.

- **Operazioni su iniziativa delle controparti**
- **(Standing Facilities)**

Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

sono finalizzate a immettere o assorbire liquidità overnight, a segnalare l'orientamento generale della politica monetaria e a fornire un limite alle fluttuazioni dei tassi di interesse del mercato overnight. Le controparti possono accedere di loro iniziativa a due tipologie di operazioni di rifinanziamento, a condizione che adempiano a determinati requisiti di accesso Operativi.

➢Operazioni su iniziativa delle controparti (*Standing Facilities*)

Sono delle operazioni che avvengono su iniziativa delle banche commerciali, quindi sono operazioni che vengono fatte quando una banca commerciale decide di intraprenderle. Queste operazioni possono fornire o assorbire liquidità sul mercato overnight, cioè mercati che durano al massimo 24 ore. La frequenza di queste operazioni non è stabilita, essendo su iniziativa delle controparti infatti sono le controparti che decidono quando hanno esigenza di proporre queste operazioni, la durata come si è detto è overnight (cioè 24 ore). La caratteristica di queste operazioni è che in teoria l'ammontare è illimitato. Tali operazioni sono essenzialmente due:

1) **Operazioni di rifinanziamento marginale**

(MLF – *Marginal Lending Facilities*)

2) **Operazioni di Deposito (*Deposit Facility*)**

1)Operazioni di rifinanziamento marginale

(MLF – *Marginal Lending Facilities*).

Le banche commerciali possono rifinanziarsi presso la BCE a propria discrezione, l'ammontare è illimitato, per 24 ore, a fronte di attività stanziabili a garanzia. Se si presenta una esigenza temporanea di liquidità la banca commerciale può:

- **smobilizzare una parte della riserva obbligatoria;**
- **può rivolgersi al mercato interbancario;**
- **può rivolgersi alla BCE attraverso le operazioni di rifinanziamento marginale. Le operazioni di rifinanziamento marginale hanno un costo per le banche commerciali che prendono questi soldi, il costo è rappresentato dal tasso di interesse, a carico delle banche commerciali (3,75%.)**

2) Operazioni di Deposito

(*Deposit Facility*)

Unica forma di deposito, qualora le banche commerciali abbiano un eccesso di liquidità possono depositare una parte di questa liquidità presso la Banca Centrale. Anche questo deposito è di tipo overnight. Attualmente per dissuadere e disincentivare le banche commerciali e gli istituti di credito a depositare presso la Banca Centrale la liquidità in eccesso, la BCE ha stabilito un tasso di interesse che in questo momento è negativo: ossia del 3%

M1 (liquidità primaria) : le banconote +monete in circolazione + depositi a vista.

Ha come caratteristica quella di essere convertita rapidamente in contante e di poter essere trasferita attraverso assegni e bonifici.
Questi ultimi sono immediatamente convertibili in contante oppure utilizzabili per pagamenti scritturali.

M1= Circolante + Depositi a vista

M2 (liquidità secondaria) rappresentata da quelle attività finanziarie con una elevata liquidità. E' composto da M1 e i depositi con durata prestabilita fino a due anni o rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Questi depositi, pur essendo convertibili nelle componenti della moneta in senso stretto, possono essere soggetti a talune restrizioni, quali l'obbligo di preavviso, penalità e commissioni.

M2 = M1 + depositi a Breve.

M3: l'aggregato monetario comprende M2 più tutte le attività finanziarie meno liquide come i pronti contro termine, obbligazioni con scadenza inferiore a 2 anni, Buoni Ordinari de Tesoro.

M3 = M2 + pronti contro termine, le quote e partecipazioni in fondi comuni monetari e i titoli di debito con scadenza fino a due anni

Tavola 2.11 Definizioni degli aggregati monetari dell'area dell'euro

Passività [1]	M1	M2	M3
Banconote e monete in circolazione	X	X	X
Depositi a vista	X	X	X
Depositi con durata prestabilita fino a due anni		X	X
Depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi		X	X
Operazioni pronti contro termine			X
Quote e partecipazioni in fondi comuni monetari			X
Titoli di debito con scadenza originaria fino a due anni			X

Fonte: BCE.

1) Passività monetarie delle IFM e delle amministrazioni centrali (uffici postali, tesoreria) verso residenti dell'area dell'euro diversi dalle IFM (escluse le amministrazioni centrali).

Il mercato interbancario è un mercato monetario in cui operano le banche e gli istituti di credito. Nel mercato interbancario le banche in eccesso di liquidità offrono il capitale alle banche con scarsità di liquidità. Il mercato interbancario è pertanto un mercato del denaro residuale. Il mercato interbancario è un mercato aperto del capitale. Tramite il mercato interbancario le banche possono gestire le proprie esigenze di tesoreria in modo rapido, profittevole ed a basso costo, ottimizzando i flussi del sistema bancario in senso generale.

Il mercato interbancario europeo.

Nell'Unione europea il mercato interbancario ha assunto una portata europea (mercato interbancario europeo) ed ha come tasso di riferimento l'Euribor, un tasso preso come riferimento anche nell'indicizzazione dei prestiti e dei mutui a tasso variabile. Nei periodi di crisi finanziaria il mercato interbancario registra una fase di squilibrio, i tassi di interesse aumentano e le banche sono meno propense a scambiare il capitale in eccesso nel sistema interbancario.

Il tasso di rendimento dei presiti interbancari *overnight* è relativo a scambi di fondi tra banche effettuato nella giornata di negoziazione con rientro nella giornata lavorativa successiva.

Tale modalità di rifinanziamento sul mercato overnight consente di allocare in modo efficiente la liquidità delle banche da coloro che hanno un eccesso di liquidità a coloro che hanno scarsità di mezzi liquidi.