



BANCA CENTRALE EUROPEA

7 ottobre 2002

PROCEDURA DI CONSULTAZIONE

MISURE ATTE AD ACCRESCERE L'EFFICIENZA DELL'ASSETTO OPERATIVO PER LA CONDUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA

I. SINTESI

È generalmente riconosciuto che l'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria dell'Eurosistema¹ funziona in modo soddisfacente fin dall'introduzione dell'euro nel 1999. Grazie al meccanismo di mobilitazione della riserva obbligatoria e alla qualità delle previsioni sulla liquidità formulate dall'Eurosistema, la necessità di effettuare operazioni di *fine tuning* si è manifestata raramente. Le istituzioni creditizie hanno altresì fatto un ricorso limitato alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, a conferma del funzionamento efficiente del mercato monetario. Inoltre, la stabilità e il livello contenuto del differenziale tra il tasso minimo di offerta, o il tasso fisso, applicato alle operazioni di rifinanziamento principali della BCE e i tassi a breve termine del mercato monetario dimostrano la capacità della BCE di influenzare questi ultimi.

Nonostante questa valutazione complessivamente positiva, sono state prese in esame alcune misure atte ad accrescere ulteriormente l'efficienza dell'assetto operativo.

Si richiama l'attenzione su tre possibili cambiamenti:

- (1) ridefinizione del calendario dei periodi di mantenimento delle riserve, in modo da far coincidere l'inizio di ciascun periodo con il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui è programmato l'esame della politica monetaria; di conseguenza, l'eventuale modifica del tasso di interesse applicato alle operazioni su iniziativa delle controparti avrebbe effetto, di norma, in concomitanza con l'inizio del nuovo periodo di mantenimento;
- (2) riduzione della durata delle operazioni di rifinanziamento principali da due a una settimana;
- (3) sospensione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

Va rilevato che le misure proposte sono di natura tecnica; esse riguardano gli aspetti operativi della conduzione della politica monetaria. La modifica dei periodi di mantenimento diventerebbe effettiva non

¹ L'Eurosistema comprende la Banca centrale europea (BCE) e le banche centrali nazionali dei dodici paesi dell'area dell'euro (BCN).

prima del 2004, considerati i tempi tecnici necessari per l'adeguamento da parte degli istituti di credito e delle BCN.

Questa consultazione è rivolta a tutte le istituzioni creditizie dell'area dell'euro, nonché alle associazioni del settore bancario e dei mercati finanziari. Le risposte possono essere fatte pervenire alla Banca centrale europea o a una banca centrale nazionale, agli indirizzi indicati nei rispettivi siti web.

2. L'ATTUALE ORGANIZZAZIONE DELL'ASSETTO OPERATIVO CON RIFERIMENTO AGLI ASPETTI SOPRA MENZIONATI

2.1 Periodi di mantenimento e regime di riserva obbligatoria

Nell'ambito del regime di riserva obbligatoria dell'Eurosistema, la BCE richiede alle istituzioni creditizie di detenere un livello minimo di riserve su conti aperti presso le BCN. La principale funzione di tale regime, che prevede termini e condizioni uniformi all'interno dell'area dell'euro, è di stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e di creare o ampliare il fabbisogno strutturale di liquidità.

L'ammontare della riserva obbligatoria che ciascuna istituzione deve detenere è definito in relazione all'aggregato soggetto a riserva. Il regime vigente nell'Eurosistema permette alle controparti la mobilitazione della riserva; ne consegue che l'adempimento dell'obbligo di riserva è determinato in base alla media, riferita al periodo di mantenimento mensile, dei saldi in essere a fine giornata sul conto di riserva delle controparti. La riserva obbligatoria è remunerata al tasso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema.

Da gennaio 1999 il periodo di mantenimento ha durata mensile: esso inizia il giorno 24 di ogni mese e termina il giorno 23 di quello successivo, anche se tali date non corrispondono a giornate di operatività del sistema TARGET. Le date di apertura e chiusura del periodo possono pertanto cadere nel fine settimana, o coincidere con un giorno festivo del calendario di TARGET.

2.2 Operazioni di rifinanziamento principali

Le operazioni di rifinanziamento principali (ORP) sono le più importanti operazioni di mercato aperto effettuate dall'Eurosistema. Esse segnalano l'orientamento della politica monetaria, svolgono un ruolo fondamentale nel controllare i tassi di interesse e determinano le condizioni di liquidità sul mercato. Il fabbisogno di liquidità delle istituzioni creditizie viene prevalentemente soddisfatto mediante tali operazioni, che, nei primi tre anni di unione monetaria, hanno contribuito in media per il 73,5%.

Le caratteristiche salienti delle operazioni di rifinanziamento principali sono descritte in *La politica monetaria unica nell'area dell'euro*². Ai fini della presente consultazione va rilevato che:

- le ORP vengono regolarmente effettuate con frequenza settimanale e di norma hanno una durata di due settimane; ne consegue che in qualsiasi momento sono in corso due operazioni;

² Cfr. la bibliografia riportata alla fine del documento

- fino al 27 giugno 2000 esse sono state condotte mediante aste a tasso fisso, mentre successivamente a tale data è stata applicata una procedura a tasso variabile con un tasso minimo di offerta (cfr. *Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali*³).

Alla metà di settembre 2002 erano state effettuate 191 ORP, per un importo medio assegnato di 73 miliardi di euro. In media 578 istituzioni creditizie hanno partecipato a tali operazioni, con una deviazione media in valore assoluto pari a 196.

2.3 Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

L'Eurosistema effettua inoltre, con frequenza mensile, operazioni regolari di rifinanziamento con scadenza a tre mesi, che hanno lo scopo di immettere liquidità aggiuntiva a più lungo termine nel sistema. In qualsiasi momento sono in essere tre operazioni di questo tipo. Esse hanno rappresentato solo una quota limitata dell'ammontare complessivo del rifinanziamento (pari al 26,1%). Poiché, di regola, l'Eurosistema non le utilizza per inviare segnali al mercato, normalmente esso agisce in modo da non influenzare il tasso di interesse. Pertanto, le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) vengono di solito condotte mediante asta a tasso variabile e la BCE indica regolarmente l'importo che sarà assegnato nelle aste successive.

Le caratteristiche operative delle ORLT sono sintetizzate anche in *La politica monetaria unica nell'area dell'euro*⁴.

3. MOTIVAZIONI PER LA MODIFICA DELL'ASSETTO OPERATIVO

3.1 Ridefinizione del calendario relativo ai periodi di mantenimento delle riserve

L'8 novembre 2001 il Consiglio direttivo ha annunciato che, di regola, avrebbe valutato l'orientamento della politica monetaria della BCE ed eventuali modifiche dei tassi solo nella sua prima riunione mensile, che generalmente si tiene il primo giovedì di ogni mese. Se il Consiglio stabilisce di variare il tasso minimo di offerta per le operazioni di rifinanziamento principali e i tassi applicati alle operazioni su iniziativa delle controparti, tali decisioni hanno effetto immediato, ossia a decorrere dalla successiva asta nel caso delle ORP e il giorno seguente per le operazioni su iniziativa delle controparti. Il calendario delle riunioni del Consiglio è pubblicato sul sito web della BCE.

Attualmente, la data delle riunioni del Consiglio direttivo è fissata indipendentemente da quella di inizio dei periodi di mantenimento delle riserve. Tuttavia, se trovassero attuazione i cambiamenti proposti, si creerebbe tra esse una correlazione diretta. Il periodo di mantenimento si aprirebbe sempre il giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio in cui è programmato l'esame della politica monetaria e, di norma, la modifica dei tassi per le operazioni su iniziativa delle controparti verrebbe applicata in concomitanza con quella relativa al tasso sulle ORP, ossia all'inizio del nuovo periodo.

³ Cfr. la bibliografia riportata alla fine del documento

⁴ Cfr. la bibliografia riportata alla fine del documento

I cambiamenti proposti contribuirebbero a porre fine alle aspettative di variazione dei tassi di interesse nel corso del periodo di mantenimento, riducendo l'impatto di queste ultime sull'andamento delle richieste nelle operazioni di rifinanziamento principali. Pertanto, nei periodi caratterizzati da attese di ribasso dei tassi la nuova impostazione limiterebbe la possibilità che si verifichi una partecipazione insufficiente in asta (*underbidding*), mentre a fronte di aspettative di rialzo essa consentirebbe di evitare scostamenti rilevanti, rispetto al tasso minimo di offerta, dei tassi di mercato a breve termine e di quelli d'asta per le ORP, rimuovendo una fonte di disturbo nella segnalazione dell'orientamento di politica monetaria. Le modifiche proposte contrasterebbero, inoltre, l'eccesso di richieste in asta (*overbidding*), verificatosi con la procedura a tasso fisso.

I nuovi criteri per la determinazione dei periodi di mantenimento garantirebbero che essi inizino sempre in una giornata di operatività di TARGET e che solo di rado si concludano in una data di chiusura del sistema. Nel regime attuale, invece, quando il periodo di mantenimento comincia durante il fine settimana, le operazioni su iniziativa delle controparti avviate al termine dell'ultimo periodo si estendono fino all'inizio di quello successivo, generando inutili costi per le banche. Da gennaio 1999 ad agosto 2002 si sono susseguiti 43 periodi di mantenimento; di questi, quattordici sono cominciati e altrettanti sono terminati in un giorno di chiusura di TARGET.

La modifica proposta comporterebbe una maggiore variabilità nella durata dei periodi di mantenimento delle riserve. Ad esempio, applicando le nuove procedure al 2003 (si tenga comunque presente che il nuovo regime non sarebbe operativo prima della fine del prossimo anno), la durata dei periodi andrebbe da 21 a 37 giorni, come mostra la tavola seguente.

Tavola: Calendario 2003 dei periodi di mantenimento delle riserve definito sulla base delle nuove procedure

Periodo	Riunione del Consiglio direttivo*	Inizio	Fine	Durata in giorni
I	9 gennaio	15 gennaio	11 febbraio	28
II	6 febbraio	12 febbraio	11 marzo	28
III	6 marzo	12 marzo	8 aprile	28
IV	3 aprile	9 aprile	13 maggio	35
V	8 maggio	14 maggio	8 giugno	26
VI	5 giugno	9 giugno	15 luglio	37
VII	10 luglio	16 luglio	5 agosto	21
VIII	31 luglio	6 agosto	9 settembre	35
IX	4 settembre	10 settembre	7 ottobre	28
X	2 ottobre	8 ottobre	10 novembre	34
XI	6 novembre	11 novembre	9 dicembre	29

* Riunione del Consiglio direttivo in cui è programmata la valutazione dell'orientamento di politica monetaria

3.2 Riduzione a una settimana della durata delle operazioni di rifinanziamento principali

Al fine di mitigare gli effetti delle aspettative di variazione dei tassi di interesse sul comportamento in asta delle controparti, le operazioni di rifinanziamento principali non dovrebbero prolungarsi nel successivo periodo di mantenimento. Ciò sarebbe possibile soltanto se l'inizio del periodo coincidesse con il giorno di regolamento dell'ORP e se l'operazione avesse scadenza a una settimana. La riduzione della durata delle ORP e la modifica del calendario dei periodi di mantenimento sono, pertanto, misure complementari.

Relativamente all'impatto sulla controllabilità dei tassi a breve termine del mercato monetario, il fatto che un'operazione abbia scadenza a una o a due settimane incide in misura trascurabile. Ciò che rileva maggiormente è la frequenza delle operazioni, su cui non influisce la riduzione della durata.

La scadenza più ravvicinata delle operazioni di rifinanziamento principali implicherebbe, tuttavia, un'accresciuta rotazione del rifinanziamento di banca centrale. Gli importi aggiudicati nelle ORP raddoppierebbero, a parità di altre condizioni.

3.3 Sospensione delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine

Quando l'assetto operativo dell'Eurosistema fu originariamente discusso, si decise che una quota del fabbisogno totale di liquidità sarebbe stata coperta attraverso le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, poiché esse rappresentano *“una buona opportunità per controparti più piccole, che non hanno accesso o hanno un accesso limitato al mercato interbancario, di beneficiare di aggiudicazioni per un periodo più lungo (tre mesi)”*. La BCE non fissa i tassi da applicare a tali operazioni, né si avvale di questo strumento per influenzare i tassi di interesse a breve termine. Di fatto, una quota molto elevata di ORLT potrebbe ostacolare l'attuazione della politica monetaria.

Si è osservato un calo tendenziale del numero di banche partecipanti alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: da un massimo di 466 istituzioni registrato nella prima operazione, il 13 gennaio 1999, si è raggiunto il livello minimo di 158 nell'operazione di agosto 2002. Nei primi tre anni di unione monetaria il numero medio di richiedenti è stato pari a 272, ma, se si includono le sole operazioni condotte nel 2001 e nei primi otto mesi del 2002, la media scende a 197. Ciò indica che le ORLT costituiscono una fonte di rifinanziamento per un limitato numero di banche.

Alla luce della rapida evoluzione dei mercati finanziari europei negli ultimi tre anni e mezzo, è giunto il momento di valutare se le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine svolgano effettivamente il ruolo per il quale erano state originariamente concepite: fornire liquidità per un più lungo periodo alle controparti più piccole, che hanno minore accesso al mercato interbancario. Se così non fosse, si dovrebbe prospettare la sospensione di questo tipo di operazioni per favorire una più efficiente attuazione della politica monetaria. Se le ORLT venissero sospese, la liquidità mancante sarebbe fornita attraverso le regolari operazioni di rifinanziamento principali condotte con cadenza settimanale.

3.4 Relazione fra i tre cambiamenti prospettati

La relazione tra la riduzione della durata delle operazioni di rifinanziamento principali e la ridefinizione del periodo di mantenimento delle riserve è stata illustrata nella sezione 3.2.

Esiste, inoltre, un nesso tra la riduzione della durata delle ORP e la possibile sospensione delle ORLT, poiché entrambe le modifiche hanno l'effetto di abbreviare la durata media delle operazioni di mercato aperto, accrescendo la rotazione del rifinanziamento di banca centrale.

4. ASPETTI PROCEDURALI

Tutte le istituzioni creditizie dell'area dell'euro, nonché le associazioni bancarie e finanziarie, sono invitate a esprimere un parere riguardo alle proposte di cambiamento dell'assetto operativo illustrate nel presente documento. L'Eurosistema incoraggia le istituzioni creditizie a coordinare, se opportuno, le proprie risposte attraverso le suddette associazioni. Si prega di notare che le tre modifiche possono essere discusse singolarmente e che è possibile sottoporre un commento riguardante anche solo una di esse. Come regola generale, i contributi non saranno pubblicati.

Le risposte, redatte in inglese o nella rispettiva lingua ufficiale dell'Unione europea, possono essere fatte pervenire alla BCE al seguente indirizzo, oppure alla banca centrale nazionale del paese di appartenenza.

Banca centrale europea
Secretariat Division
Kaiserstrasse 29
D-60311 Frankfurt am Main
Germania
Fax: +49 69 1344 6170
E-mail: ecb.secretariat@ecb.int

Il termine per l'invio dei contributi è il

29 novembre 2002

5. BIBLIOGRAFIA

Ulteriori informazioni sull'assetto operativo sono contenute nelle seguenti pubblicazioni della BCE, consultabili dal sito web di quest'ultima, o su quello della Banca d'Italia.

Banca centrale europea (2002), *La politica monetaria unica nell'area dell'euro. Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema*.

Banca centrale europea (2002), *La gestione della liquidità da parte della BCE*, Bollettino mensile della BCE - Maggio 2002, pagg. 43-55.

Banca centrale europea (2001), *L'andamento delle richieste delle controparti nelle regolari operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema*, Bollettino mensile della BCE - Ottobre 2001, pagg. 53-66.

Banca centrale europea (2000), *Il passaggio alle aste a tasso variabile nelle operazioni di rifinanziamento principali*, Bollettino mensile della BCE - Luglio 2000, pagg. 35-39.