

## L'organetto di Draghi. Prima lezione: moneta endogena e politica monetaria

Sergio Cesaratto - 26/05/2015 [ social and political notes ]

***Pubblichiamo alcune lezioni preparate da Sergio Cesaratto per [economiaepolitica.it](http://economiaepolitica.it), dedicate alla BCE e alla politica monetaria. La serie, intitolata l'"Organetto di Draghi", prevede quattro lezioni: 1) Moneta endogena e politica monetaria; 2) La BCE di fronte alla crisi; 3) LTRO, Target 2, Omt; 4) Forward guidance e Quantitative easing.***

Si è fatto un gran parlare nelle scorse settimane – e invero se ne discuteva da un po' di tempo - di una misura che la BCE ha adottato il 22 gennaio 2015 nota come [Quantitative Easing](#) (QE). Di cosa si tratta? Cosa intende Draghi quando parla di riportare il bilancio della BCE a 3 trilioni (3000 miliardi) di euro? Come si colloca il QE rispetto a ciò che la BCE ha fatto dal 2008 per fronteggiare la crisi? Poteva e può fare di più? In questa mini serie di articoli proveremo a darci qualche risposta inoltrandoci nel terreno un po' esoterico della politica monetaria.

*Nella prima delle nostre quattro lezioni vedremo da cosa dipendono domanda e offerta di liquidità emessa dalla banca centrale in relazione al suo obiettivo di un certo tasso di interesse a breve termine. Entreremo insomma subito al cuore della politica monetaria, politica che potete identificare con la determinazione del tasso dell'interesse, una variabile che ha grande influenza sull'attività economica.*

### **Moneta, riserve e pagamenti interbancari**

Come tutti sanno la banca centrale crea moneta che prende la forma di *banconote* utilizzate dalle persone oneste per le piccole spese e da quelle disoneste per più cospicui pagamenti illegali, e di *riserve bancarie*. Si pensi alle riserve bancarie come banconote che le banche commerciali detengono in un conto corrente presso la banca centrale (chiamato conto di riserva e regolamento). In realtà sarebbe inutile e dispendioso far assumere alle riserve la forma di banconote; nei fatti sono dei valori scritti su un computer non diversamente, del resto, dal conto corrente che noi deteniamo presso la nostra banca.

Moneta (o liquidità o "base monetaria") della banca centrale = banconote e riserve<sup>1</sup>

A cosa servono le riserve bancarie? In primo luogo ciascuno di noi potrebbe voler ritirare delle banconote dal proprio conto corrente, e la banca deve essere pronta a soddisfare la nostra richiesta. A sua volta, dunque, la nostra banca deve poter ricorrere al proprio conto corrente presso la banca centrale e trasformarne parte in banconote necessarie a soddisfarci.<sup>[2]</sup> Soprattutto, tuttavia, le riserve bancarie servono per effettuare i trasferimenti monetari fra le banche. Chiariamo questo punto fondamentale.

Quando noi effettuiamo un pagamento tramite un bonifico bancario (oppure con assegno o con carta di credito) stiamo ordinando alla nostra banca (per esempio Banca Onesta) di trasferire denaro dal nostro conto corrente a quello di un'altra persona che, supponiamo, lo ha presso un'altra banca (Banca Chiara). Supponiamo un bonifico di 100€. Quello che la nostra banca farà, sarà di chiedere a sua volta alla banca centrale di trasferire 100€ dal proprio conto corrente a quello di Banca Chiara. Ovviamente Banca Onesta cancellerà 100€ dal nostro c/c e, al contempo, Banca Chiara accrediterà 100€ al c/c del nostro amico o cliente. La banca centrale, a sua volta, cancellerà 100€ dal c/c di Banca Onesta e, al contempo, accrediterà 100€ al c/c di Banca Chiara. In sintesi, quando noi effettuiamo un bonifico questo dà luogo a un movimento di riserve da una banca all'altra. Per questo i conti correnti che le banche commerciali hanno presso la banca centrale si chiamano, infatti, "conti di riserva e regolamento", nel senso che servono a "regolare" i trasferimenti interbancari (oltre che a fungere da riserva, ciò che dà ai clienti la sicurezza che la banca abbia sempre un fondo di liquidità prontamente trasformabile in banconote). In sostanza, come noi effettuiamo i pagamenti importanti via bonifici (o assegni, o carta di credito) a valere sul c/c che abbiamo presso la

nostra banca, queste ultime trasferiscono denaro ad altre banche con dei bonifici a valere sui loro conti di riserva/regolamento che hanno presso la banca centrale – che in questo senso è la banca delle banche.

In molti paesi, inclusa l'Eurozona, le banche sono obbligate a detenere un certo ammontare di riserve – dette riserve obbligatorie – a fronte dei conti correnti (detti anche depositi) che esse amministrano. Ma poiché le riserve sono necessarie per far fronte a richieste di banconote o di pagamenti interbancari ordinati dai clienti, anche nei paesi dove non v'è la riserva obbligatoria, come nel Regno Unito, le banche detengono comunque riserve. Attualmente nell'Eurosistema la riserva obbligatoria è dell'1%.

### **Domanda e offerta di moneta**

Come fa la banca centrale a creare liquidità? Intanto registriamo che in tempi normali essa non decide quanta moneta creare - vedremo anzi che è proprio col QE che essa, in tempi anormali, prende l'iniziativa e forza liquidità nel mercato. In tempi normali, invero, la banca centrale soddisfa in maniera relativamente passiva la domanda di moneta espressa dall'economia. Essa, infatti, non ha come target la quantità di moneta ma il tasso di interesse. Dato il tasso di interesse obiettivo, la banca centrale soddisfa tutta la domanda di moneta. Pensate al tasso di interesse come al prezzo della moneta, il che non è strano visto che il tasso di interesse è il prezzo che paghiamo su un prestito. La banca centrale fissa questo prezzo, e a quel prezzo offre tutta la moneta domandata.

Per comporre il puzzle del nostro ragionamento dobbiamo anche registrare che la moneta può essere creata attraverso canali su cui la banca centrale ha poco potere, e che sono perciò detti "autonomi". Attualmente il principale di questi canali autonomi è quello estero. Quando esportiamo una merce negli Stati Uniti, per esempio, l'esportatore acquisisce dollari che, normalmente, presenterà alla propria banca per scambiarli in euro. A questo scopo, la banca a sua volta scambierà i dollari con la banca centrale ottenendo euro. Come si vede la banca centrale ha creato euro in cambio di dollari in maniera del tutto passiva. Per contro, quando effettuiamo un pagamento in dollari verso gli Stati Uniti, li acquistiamo dalla nostra banca che a sua volta li ottiene in cambio di euro dalla banca centrale.<sup>[3]</sup> Questo pagamento, l'importazione di un prodotto americano per esempio, comporta dunque distruzione di euro. La banca centrale ha, di nuovo, agito in maniera passiva.

Storicamente, inoltre, la banca centrale ha creato moneta su ordine del principe, il famoso diritto di signoraggio. Nella maggior parte dei paesi avanzati, questo è ora *formalmente* vietato. Ho sottolineato "formalmente" perché secondo gli economisti più genuinamente keynesiani lo Stato deve aver conservato, in una maniera o nell'altra, il potere di spendere prima di aver incassato le imposte o di aver emesso titoli del debito pubblico. Questo è un cavallo di battaglia della *Modern Monetary Theory*. E' un tema assai complesso e controverso, su cui non possiamo entrare qui, tranne un breve accenno successivo (in cui diremo che lo stato spende, come un privato, indebitandosi con le banche).<sup>[4]</sup>

Trascurando dunque il signoraggio, il canale estero è una modalità *autonoma* dalla banca centrale di creazione o distruzione di moneta. L'economia ruota sempre attorno ai termini di domanda e offerta. Per non smentirci utilizziamo ora questi termini. L'ammontare di moneta *offerta*, via canale estero può essere più o meno in grado di soddisfare la *domanda* di moneta, banconote e riserve, che proviene dall'economia. Se non è sufficiente interviene la banca centrale creando moneta. Il *come* lo vedremo fra poco. *Quanta* dipenderà da quanta ne è già offerta autonomamente dal canale estero e da quant'è la domanda. Cominciamo col determinare quest'ultima.

**Moneta creata dalla banca centrale = Moneta creata autonomamente dal canale estero  
– domanda di moneta da banche e pubblico**

Sappiamo già che la domanda di moneta della banca centrale consiste di domanda di banconote e di domanda di riserve. La *domanda di banconote*

dipende dalle abitudini del pubblico – se utilizza per esempio poco o tanto le carte di credito –, dall'ammontare di pagamenti in nero o illegali, da fattori stagionali - per esempio nel periodo natalizio aumenta la domanda di banconote. Più complessa è la *domanda di riserve*. Questo è un tema che introduce uno dei cavalli di battaglia degli economisti eterodossi, cavallo che si sta tuttavia imponendo su tutte le piazze: *l'endogeneità del credito e della moneta*. Augusto Graziani è forse stato il maggiore economista italiano a enfatizzare la natura endogena della moneta. Di cosa si tratta?

## Moneta endogena

Il mestiere delle banche è di creare credito a favore dei clienti, imprese e famiglie, purché questi abbiano i necessari requisiti di affidabilità. Quando una banca concede un credito a favore di un cliente, per esempio un prestito immobiliare, essa automaticamente crea un deposito intestato al cliente. Se per esempio Banca Onesta concede un mutuo di 100 mila euro a favore di Giovanna, l'istituto accredita su un c/c intestato a Giovanna 100 mila euro. Successivamente Giovanna trasferirà con un bonifico questo denaro a favore di Giuseppe, il venditore dell'immobile. Supponiamo per semplicità che anche Giuseppe sia correntista presso Banca Onesta. Evidentemente Banca Onesta dovrà detenere delle riserve a fronte del nuovo deposito (che per ora ha semplicemente cambiato intestatario, da Giovanna a Giuseppe), l'1% come s'è detto. Le regole sono però molto elastiche: le riserve obbligatorie sono commisurate ai depositi in essere il mese precedente; in aggiunta il rispetto è in media sul mese e non giorno per giorno, cioè la banca può in taluni giorni avere meno dell'1% di riserve se in altri è sopra l'obiettivo. Per queste ragioni la banca ha un agio di tempo per adeguare le proprie riserve e o farà, come vedremo, ricorrendo alla banca centrale. Questa le fornirà: se non lo facesse Banca Onesta cercherebbe di procurarsi queste riserve nel mercato offrendo un più alto tasso di interesse (che, ricordate, è il prezzo della moneta), e se la banca centrale vuole evitare questo aumento, fornirà lei le riserve.

Contrariamente a ciò che si insegna ancora in molti libri di testo, la banca non è quindi vincolata dalle riserve che *già* possiede nel decidere di creare credito e dunque nuovi depositi a favore dei clienti.

Fra poco vedremo come le banche fanno ad adeguare le proprie riserve. Per ora portiamoci a casa il risultato che:

- ogni volta che una banca concede un credito crea un deposito;
- l'ammontare di depositi creato dal sistema bancario non dipende dalle riserve ma dalla domanda di credito.

**Il credito crea i depositi che creano le riserve**

## Creazione di moneta, mercato interbancario e politica monetaria

Come fanno, dunque, le banche ad approvvigionarsi di riserve? Questo ci porterà al cuore della politica monetaria.

La banca centrale, nel nostro caso la BCE, effettua delle aste settimanali in cui offre liquidità alle banche ordinarie. Queste aste si chiamano Operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations*, MRO). In seguito alle misure straordinarie adottate dalla BCE nel 2008 quando si manifestò con virulenza la crisi finanziaria, il sistema corrente non si basa più sulle aste, e questo ci semplifica la vita: la BCE offre settimanalmente alle banche tutta la liquidità che esse desiderano al tasso di interesse sulle MRO da essa deciso. Tale tasso è quello che Draghi, in seguito alle decisioni del consiglio direttivo della BCE, conferma o modifica. Attualmente questo tasso è quasi zero, lo 0,05% più precisamente, un'altra misura straordinaria su cui torneremo. Quando la BCE crea euro a favore delle banche lo fa ottenendo titoli a garanzia, il cosiddetto *collaterale*.<sup>[5]</sup>

Mentre col sistema delle aste settimanali le banche devono ogni settimana restituire la liquidità riprendendosi i titoli, normalmente la BCE con le Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*Longer Term Refinancing Operations*, LTRO) offre

fondi a più lungo termine, prima della crisi solitamente a tre mesi. L'acronimo LTRO, come altri di cui anche molti economisti professionisti ignoravano l'esistenza, è diventato poi famoso a fine 2012, vedremo perché.

Le banche potrebbero però trovarsi a corto di liquidità senza aver tempo di ricorrere a un'asta. Per esempio un certo giorno i clienti della Banca Chiara possono aver effettuato pagamenti a favore di clienti della Banca Onesta in misura più copiosa di quanti i clienti della Banca Onesta ne abbiano effettuati a favore della Banca Chiara. Col risultato che la Banca Chiara ha perso riserve a favore della Banca Onesta (che probabilmente ne ha ora in eccesso). La Banca Chiara ha due alternative: o farsi prestare riserve da Banca Onesta (che ne ha in eccesso) o ricorrere alla banca centrale ottenendo un prestito "overnight", cioè da restituire in 24 ore. Vediamo.

Normalmente la banca centrale remunera le riserve bancarie obbligatorie al tasso sulle MRO – che, avrete capito, è il tasso "principe" della BCE. Non remunera però le riserve in eccesso. Essa offre però la possibilità di parcheggiare le riserve in eccesso presso un conto che si chiama "deposito marginale" (*marginal deposit facility*) che prevede un tasso tuttavia inferiore a quello sulle MRO. Banca Onesta (che ha riserve in eccesso) avrà dunque in generale convenienza a prestare riserve a Banca Chiara (che è invece sotto) purché questa paghi un interesse superiore a quello sul deposito marginale. Prendiamo la situazione al 13 giugno 2007, prima della crisi (non prendiamo i tassi correnti perché la situazione attuale è un po' anomala,

*Tassi BCE al 13 giugno 2007 (il corridoio dei tassi)*

Deposito marginale	3%
Tasso sulle MRO (tasso obiettivo)	4%
Prestito marginale	5%

Banca Onesta otterrebbe il 3% se depositasse l'eccesso di riserve nel conto Deposito marginale. Sarebbe dunque disposta a prestare a Banca Chiara purché a un tasso superiore. Banca Chiara, dal canto suo, potrebbe ottenere un prestito "overnight" dalla BCE al 5% ricorrendo al cosiddetto "prestito marginale" (*Marginal Lending Facility*). Ovviamente sarebbe gradito a Banca Chiara ottenere un prestito da Banca Onesta purché a un tasso inferiore al 5%. Non bisogna essere economisti per capire che le due banche si accorderanno per un prestito a un tasso che, grosso modo, sarà attorno al 4%. Questo che abbiamo descritto è il segmento a più breve termine del *mercato dei prestiti interbancari*.<sup>[6]</sup> Normalmente il tasso interbancario overnight, che le banche si praticano vicendevolmente, gravita attorno al tasso sulle MRO che è al centro del cosiddetto *corridoio dei tassi*, quello del box precedente. L'obiettivo della politica monetaria è proprio il tasso interbancario, un tasso a brevissimo termine che però è l'architrave di tutta la struttura dei tassi di interesse a più lungo termine. Obiettivo della BCE è che il tasso interbancario approssimi quello relativo alle MRO, vale a dire alle principali operazioni di rifinanziamento della banca centrale. La BCE ottiene normalmente quest'obiettivo fissando il corridoio dei tassi e lasciando che il mercato interbancario converga verso il tasso sulle MRO.

Quando il Consiglio direttivo della BCE nella propria riunione mensile muta il tasso sulle MRO, muta anche i due tassi "marginali" sì da poter far gravitare il tasso a cui le banche si fanno i prestiti a brevissimo termine attorno al tasso sulle MRO che, così, diventa l'architrave di tutti i tassi di interesse dell'economia. La figura 1 mostra il "corridoio" dei tassi dall'inizio del 2008 al principio del 2014. Si vede come i tre tassi si muovano di concerto. Nell'ultimo periodo "normale", sino a metà 2008, quando i tre tassi erano quelli del box più sopra, il tasso di mercato, denominato EONIA (*Euro OverNight Index Average*), oscillava attorno a quello sulle MRO.

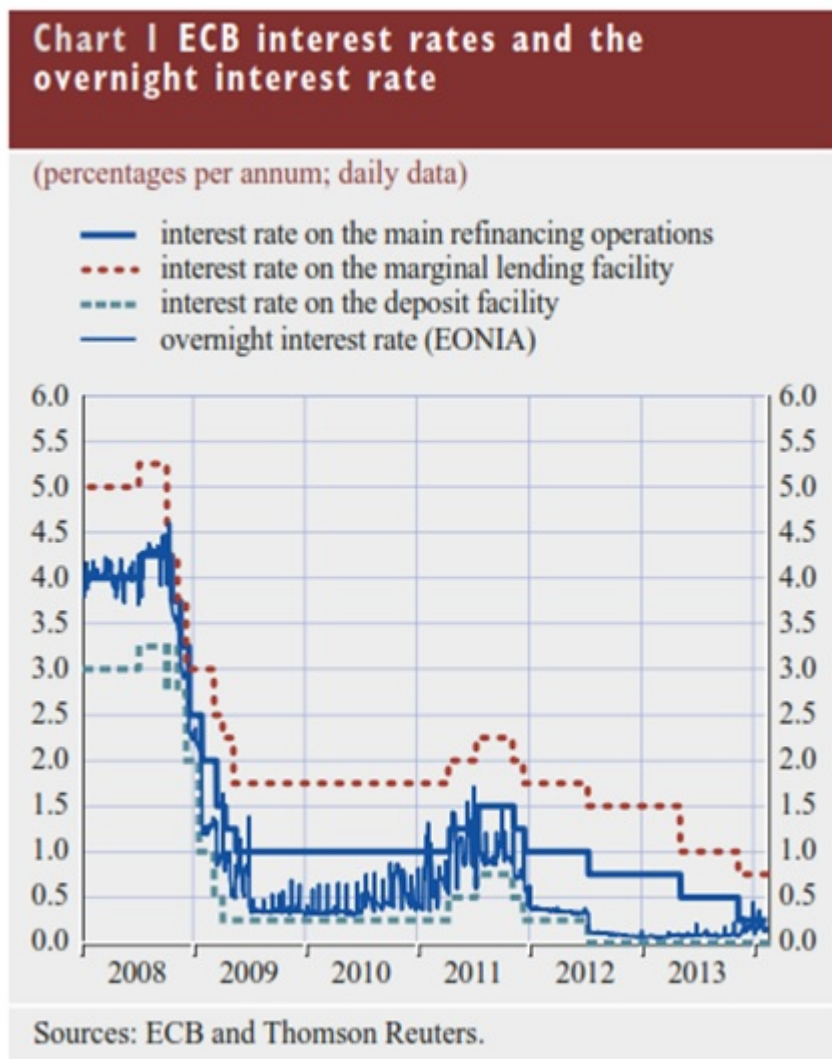


Figura 1. Fonte: BCE

### Cosa abbiamo imparato

Proviamo dunque a ripercorrere il percorso intrapreso. Banche e pubblico domandano riserve e banconote che sono liquidità creata dalla banca centrale "on demand". In particolare, se clienti affidabili chiedono nuove linee di credito alle banche, queste le concederanno aprendo nuovi depositi a favore dei clienti, ricorrendo alle operazioni di rifinanziamento della banca centrale per procurarsi le riserve. Non è invece vero l'opposto, che la liquidità creata dalla banca centrale induce le banche commerciali



a creare più crediti a favore della clientela aprendo depositi a loro favore. Attenzione, la banca centrale può accrescere la liquidità nel sistema, vedremo che durante la crisi la BCE (come la FED e le altre grandi banche centrali) lo farà. Ciò che la teoria e l'esperienza negano è che una maggiore quantità di riserve a disposizione delle banche si traduca in una maggiore quantità di credito erogata. Aggiungiamo qui che questa domanda dipende dal tasso di interesse obiettivo della banca centrale. In generale minore è questo tasso maggiore sarà la domanda di liquidità, ad esempio perché aumenta la domanda di mutui per l'acquisto di case e dunque i depositi creati dalle banche e la relativa domanda di riserve. Dato il tasso di interesse obiettivo e data la corrispondente domanda di riserve - e nota la domanda di banconote -, parte della liquidità richiesta viene creata dalla banca centrale in maniera passiva, tipicamente attraverso il canale estero. La parte rimanente viene resa disponibile dalla banca centrale attraverso le operazioni di rifinanziamento, principale (MRO) e a lungo termine (LTRO). Se la banca centrale non rendesse disponibile questa liquidità, le banche cercherebbero di procurarsela nel mercato interbancario o finanziario spingendo verso l'alto i tassi di interesse e la banca centrale fallirebbe il suo obiettivo di stabilizzare il tasso a breve attorno al tasso obiettivo, orientando di concerto quelli a lungo termine.<sup>[7]</sup> Potrebbe anche accadere che la liquidità esistente, anche se nel complesso sufficiente, sia ripartita male fra le banche, alcune con eccesso di riserve e altre in difetto. Normalmente esse si faranno prestiti a brevissimo termine fra di loro sì da ripristinare l'equilibrio. I prestiti interbancari a breve saranno effettuati a un tasso overnight (EONIA) che è al centro del "corridoio dei tassi" fissato dalla BCE. Forti di queste nozioni, nella prossima lezione cominceremo a esplorare la politica monetaria della BCE dal 2008 attraverso le lenti del suo bilancio.

La seconda lezione: [La BCE, la crisi e il raddoppio del bilancio](#)

La terza lezione: [LTRO, Target2, OMT](#)

La quarta lezione: [Forward guidance e Quantitative easing](#)

#### Riferimenti bibliografici

Cesaratto, S. (2012), Il vecchio e il nuovo della crisi europea, in *Oltre l'austerità*, a cura di S. Cesaratto e di M. Pivetti, download gratuito da: <http://temi.repubblica.it/micromega-online/oltre-lausterita-un-ebook-gratuito-per-capire-la-crisi/>

Cesaratto, S. (2015), The State spends first: logic, facts, appearances, open questions - A note, in attesa di pubblicazione.

**[1] Avrete già intuito che esistono due tipi di moneta: (a) la moneta emessa dalla banca centrale, che è parte nelle nostre tasche sotto forma di banconote e parte nei c/c di riserva/regolamento che le banche commerciali hanno presso la banca centrale (ci riferiremo spesso alla moneta emessa dalla banca centrale come "liquidità"; questa è anche definita come "base monetaria"); (b) la moneta bancaria, ovvero i nostri depositi di c/c presso le banche commerciali attraverso i quali effettuiamo pagamenti attraverso bonifici, assegni, carte di credito ecc.**

**[2] Come si vede, dunque, la moneta creata dalla banca centrale è prontamente trasformabile in banconote.**

**[3] Le valute straniere sono detenute nelle cosiddette riserve ufficiali (RU). Un attivo dei conti con l'estero (tecnicamente delle partite correnti si veda il box in Cesaratto, 2012) determina un**

accrescimento della liquidità interna se l'ingresso netto di divise straniere non viene impiegato per prestiti all'estero, come tipicamente avviene coi paesi in avanzo che prestano a quelli in disavanzo. Dunque, solo gli avanzi accumulati nelle RU danno luogo a un aumento della liquidità. All'opposto, disavanzi con l'estero non danno luogo a decumulo di RU e distruzione di liquidità se sono finanziati da prestiti dall'estero.

**[4]** Si veda Cesaratto (2015).

**[5]** Tecnicamente l'operazione è un repos (repurchasing agreement o operazione contro pronto termine): la banca centrale cede liquidità in cambio di titoli con l'impegno della banca commerciale a restituire la liquidità e riprendersi i titoli la settimana successiva.

**[6]** Le banche si fanno prestiti anche a più lungo termine.

**[7]** Se l'offerta autonoma di liquidità via canale estero muta, per esempio perché degli attivi di partite correnti accrescono le RU e la base monetaria (v. sopra nota 3), tale eccesso di liquidità offerto nel mercato interbancario può far tendere il tasso d'interesse di mercato al di sotto del tasso obiettivo della banca centrale. Quest'ultima, allora, provvederà a "sterilizzare" (cioè ad annullare) l'aumento autonomo di liquidità diminuendo in maniera corrispondente la propria offerta di liquidità.