L'organetto di Draghi. Seconda lezione: la Bce, la crisi e il raddoppio del bilancio (2008-2011)

Sergio Cesaratto - 05/06/2015 [social and political notes]

Prosegue la pubblicazione delle lezioni firmate da Sergio Cesaratto per economiaepolitica.it, dedicate alla Banca Centrale Europea e alla politica monetaria. Si tratta di quattro lezioni su: 1) Moneta endogena e politica monetaria; 2) La BCE di fronte alla crisi; 3) LTRO, Target 2, Omt; 4) Forward guidance e Quantitative easing.

Nella lezione precedente abbiamo introdotto il concetto di endogenità della moneta – cioè l'idea che normalmente è il mercato a determinare l'ammontare di liquidità creata dalla banca centrale – e in connessione a ciò, abbiamo spiegato come quest'ultima attui a politica monetaria[1]. In sintesi la banca centrale soddisfa le esigenze di liquidità del sistema in maniera tale che nel mercato monetario prevalga il tasso di interesse a breve termine che essa ha fissato come obiettivo. Questo tasso fa poi da punto di riferimento a tutti i tassi di mercato a più lunga scadenza.

Il bilancio della BCE

Andiamo dunque al bilancio della banca centrale, quello che nelle sue dichiarazioni più recenti Draghi vuole portare a 3 trilioni. Col termine bilancio traduciamo l'inglese "balance sheet". In italiano dovremmo dire "stato patrimoniale", ma il termine bilancio ci sembra meno minaccioso per il lettore. Il bilancio di una banca centrale racconta ciò che essa fa (o non fa). Più precisamente, dovremmo parlare di bilancio dell'Eurosistema che consolida (somma) i bilanci delle singole banche nazionali dei paesi membri dell'Euroarea.[2]

Come forse ricorderete, la BCE crea liquidità in cambio di "attività" (*assets*) – come valute straniere o titoli forniti a garanzia della liquidità ricevuta.[3] Come si vede dalla figura 1 il bilancio dell'Eurosistema, misurato dal valore di queste attività - cioè dai titoli che esso ha in pancia (incluse le riserve ufficiali) acquisiti creando in cambio liquidità - ha raggiunto i due trilioni di euro fra nel marzo 2012, e ridiscendendo lancio ha continuato a espandersi

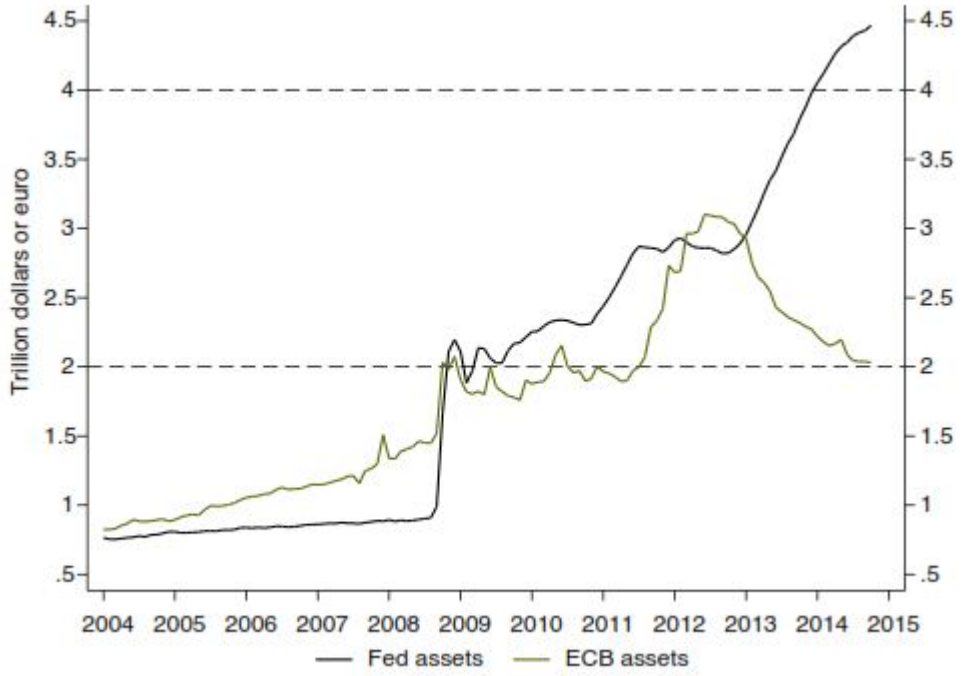


Figura 1. Fonte:

http://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight75.pdf

Prima della crisi il bilancio era dunque inferiore al trilione, come si evince dalla tavola qui sotto che ne semplifica una già a sua ende del

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di €, 29 giugno 2007)

Attività			*Passività*
Fattori autonomi dal lato attività	449	**Fattori autonomi dal lato passività**	730
(principalmente canale estero)		(principalmente banconote)	
Operazioni di politica monetaria		**Operazioni di politica monetaria**	
MRO	313	Riserve	182
LTRO	150		
Finanziamento marginale	1	Deposito marginale	1
Totale	913	Totale	913

Figura 2. Fonte*: http://www.bcl.lu/fr/publications/cahiers_etudes/92/BCLWP092.pdf*

Prima di spaventarvi, leggete la figura 2 così. A sinistra ci sono i modi in cui viene creata liquidità, a destra gli impieghi della medesima. A sinistra si vede che, soprattutto via canale estero, la banca centrale ha reso disponibili 449 miliardi di euro. Questo è un "fattore autonomo", vale a dire la BCE ha ceduto euro quando le sono stati presentate divise straniere all'incasso, o ha ceduto queste valute assorbendo euro su richiesta degli operatori. In termini grossolani, un attivo di 449 miliardi di euro segnala che la BCE ha nel passato incassato più dollari, Yen, sterline e quant'altro, di quanti ne abbia ceduti. Per cui questa entrata netta di dollari, Yen, sterline ecc. scambiata presso la BCE ha dato luogo a una creazione di liquidità di 449 miliardi di euro. I dollari, Yen, sterline ecc. sono ora nelle riserve ufficiali (RU) della BCE, per cui a bilancio essa se li iscrive all'attivo (in alto a sinistra del bilancio trovate infatti scritto "attività").[4] Nell'attivo compare inoltre il valore dei titoli dati dalle banche commerciali come collaterale nelle operazione di rifinanziamento a breve (MRO), a più lungo termine (LTRO) e di "emergenza" (prestito marginale), quest'ultima voce del tutto secondaria.

Guardiamo ora al lato destro. La domanda di banconote costituisce il grosso della domanda di euro ed è classificata come *fattore autonomo* in quanto, come detto più sopra, la banca centrale non può far molto per influenzare questa domanda di liquidità. La domanda di liquidità per le riserve è 182 miliardi di euro, sulla base di una riserva obbligatoria che all'epoca era il 2%; la *domanda di riserve* è dunque considerata fra le *operazioni di politica monetaria* in quanto la banca centrale la può influenzare, per esempio riducendo il coefficiente di riserva come ha fatto nel dicembre 2011 quando lo ha dimezzato. Ci sono poi riserve in eccesso che le banche parcheggiano nel deposito marginale. Poca roba (1 miliardo), ma vedrete cosa succederà nel 2012! Summa summarum, la domanda complessiva di liquidità nel giugno 2007 era di 913 miliardi di euro.

Facciamo due conti: ***liquidità creata via fattori autonomi meno domanda di liquidità uguale: 449 – 913 = -464.***

Quest'ultima cifra, 464, è il *fabbisogno netto di liquidità* (*net liquidity deficit*), del sistema, ovvero la liquidità che il sistema medesimo non genera autonomamente attraverso i fattori autonomi. Esso coincide normalmente con il fabbisogno di liquidità di cui le banche commerciali hanno bisogno per assolvere all'obbligo delle riserve obbligatorie. Il fabbisogno netto di liquidità deve essere coperto da moneta offerta dalla banca centrale attraverso le sue operazioni di rifinanziamento. In tal modo le banche commerciali non devono procacciarsi la liquidità di cui necessitano nel mercato creando tensioni al tasso di interesse. E in effetti se sommate la liquidità creata dalla banca centrale attraverso le operazioni di politica monetaria (lato sinistro MRO + LTRO + MLF) otterrete precisamente 313 + 150 + 1 = 464.

Ora sappiamo cos'è il *bilancio dell'Eurosistema* e, nel frattempo, abbiamo imparato un mucchio di cose che ci torneranno utili più avanti. Il bilancio dell'Eurosistema era sotto il trilione di euro nel 2007. Salirà a 2,5 trilioni nel 2012 per poi ridiscendere a 2 trilioni nel 2014. Ora Draghi vuole salire a 3 trilioni. Perché questo andamento a organetto?

L'espansione del bilancio della BCE

Vediamo dunque, in primo luogo, perché dal 2008 il bilancio dell'Eurosistema ha cominciato a espandersi.[5]

Uno dei primi effetti della crisi finanziaria è quello della rottura della fiducia fra le banche e, di conseguenza, del *mercato interbancario*, quello in cui gli istituti di credito si prestano vicendevolmente la liquidità con scadenze che vanno dall'overnight (dall'oggi al domani) a diversi mesi. Questa rottura può avere conseguenze gravi in quanto le banche illiquide, sebbene solvibili, possono essere costrette a svendere attività patrimoniali per recuperare la liquidità necessaria a far fronte a impegni di pagamento (come restituire prestiti da altre banche scaduti e non rinnovati), e al contempo essere obbligate a stringere i cordoni del credito per non impegnare ulteriore liquidità. I tassi di interesse sul mercato interbancario, che è parte del mercato monetario (quello in cui gli operatori si scambiano fondi con scadenza entro un anno), aumentano trascinando con sé i tassi che gli istituti di credito praticano alla clientela, sia sui nuovi crediti che su quelli in essere, se indicizzati. E' questo il caso dei mutui indicizzati al tasso Euribor che è il tasso interbancario dell'area dell'euro per scadenze fra un mese e l'anno. La liquidazione di titoli da parte delle banche per procacciarsi liquidità determina una caduta del loro valore e un effetto ricchezza negativo sui consumatori che, in particolare negli USA, posseggono molti titoli nei fondi pensione e di investimento. Il "credit crunch", la riduzione dei crediti da parte delle banche a imprese e famiglie trasmette la crisi all'economia reale.[6]

Dal punto di vista della banca centrale, si rompe il *meccanismo di trasmissione della politica monetaria*, ovvero il meccanismo attraverso cui il controllo dei tassi a breve termine si trasferisce attraverso l'impatto sui tassi a più lunga scadenza in impulsi all'economia reale - espansivi o recessivi a seconda dell'orientamento della politica monetaria.[7] In pratica i tassi a breve smettono di gravitare attorno al tasso sulle MRO e schizzano verso l'altro; questo e la generale difficoltà delle banche di approvvigionarsi nel mercato interbancario fanno aumentare i tassi a più lungo termine.

2008-9: le misure della BCE al principio della grande crisi finanziaria. L'*Enhanced Credit Support*

Fra l'estate del 2008, quando esplode la crisi americana, e la fine del 2009 quando comincia la crisi greca, l'azione della BCE è dunque principalmente orientata a fornire liquidità al sistema bancario a bassi tassi di interesse e per durate più lunghe del solito in maniera tale da rassicurare il pubblico sulla solvibilità degli istituti di credito, far diminuire i tassi di interesse nel mercato interbancario e ripristinare le condizioni di ripresa del credito a imprese e famiglie.

La BCE lo fa con una serie di misure chiamate "Enhanced Credit Support" (sostegno al credito rafforzato) e con una diminuzione del tasso di interesse (quello sulle MRO) che scende dal 4.25% dell'ottobre 2008 all'1% del maggio 2009 (v. figura 1 della lezione 1). Queste misure sono definite non-convenzionali in quanto vanno oltre il normale approvvigionamento di liquidità volto a coprire il *net liquidity deficit*.[8] Le misure menzionate includevano: la concessione di tutta la liquidità desiderata

dalle banche a un tasso prefissato attraverso le MRO; l'allungamento delle operazioni LTRO che giungono sino all'anno svolgendosi anch'esse con il soddisfacimento di tutte le richieste a un tasso prefissato; l'accettazione come collaterale di una più ampia gamma di titoli;[9] l'accordo con la Federal Reserve attraverso cui la BCE metteva a disposizione liquidità in dollari alle banche europee che si erano indebitate nella moneta USA e che si vedevano allora costrette a restituire i crediti ai prestatori americani.[10] Si osservi come in tutti questi casi la BCE metteva a disposizione del sistema creditizio liquidità (illimitata) ed era quest'ultimo, dunque, a decidere quanta prelevarne. Nel solo caso delle "covered bonds", un titolo che le banche emettono per raccogliere liquidità e che è considerato molto sicuro perché collegato a garanzie reali, ma il cui mercato si era tuttavia inaridito, la BCE agì acquistando direttamente titoli. Questo è un piccolo caso di *quantitative easing* (QE) (60 più 40 miliardi di acquisti programmati fra il 2009 e il 2011), comunque rivolto al settore bancario.

Per contro dal novembre 2008 la Fed si è imbarcata in tre tornate di massiccio QE (note appunto come QE1/2/3) rivolto verso titoli pubblici e privati (v. Box).

In estrema sintesi: il QE1 deliberato nel novembre 2008 fu inizialmente orientato a sostenere titoli bancari o semi-pubblici legati al mercato immobiliare con acquisti programmati dell'ordine di 600 miliardi di dollari, incrementati di altri 750 miliardi nel marzo 2009 a cui si aggiunse l'acquisto di 300 miliardi di titoli pubblici. Il QE2 fu annunciato nel novembre 2010 con acquisti programmati di 600 miliardi di titoli di Stato a lungo termine. Con il QE3 del dicembre 2012 la Fed si impegnò all'acquisto di titoli del settore immobiliare al ritmo di 40 miliardi al mese e di titoli di Stato a lungo termine al ritmo di 45 miliardi mensili. Gli acquisti mensili Q3 sono stati progressivamente ridotti dal gennaio 2014 (il famoso *tapering*) e il programma è stato definitivamente chiuso nell'ottobre 2014. Nel complesso il bilancio della Fed è cresciuto da 1 trilione di dollari del 2007 a oltre 4,5 trilioni del 2014 (v. sopra la figura 1).

La BCE ritiene dal suo canto che nell'Eurozona la trasmissione della politica monetaria debba principalmente rivolgersi al settore creditizio che in Europa riveste una centralità maggiore che negli Stati Uniti dove, invece, sarebbe il mercato finanziario (il mercato dei titoli) ad essere più centrale per il finanziamento alle imprese (Cour-Thimann e Winkler 2013: 21). Per questa ragione la BCE guarda all'insieme delle misure intraprese come *complementari* alla politica del tasso di interesse a breve e alla trasmissione di tale politica all'insieme dei tassi. Le misure non convenzionali della Fed, invece, danno per scontata l'inefficacia della politica del tasso a breve una volta che questo sia stato portato a zero (*zero lower bound*, ZLB) - cosa che la Fed si è peraltro affrettata a fare assai più rapidamente della BCE. Con il tasso nominale a breve a zero, la FED ritenne che l'unica maniera efficace per diminuire i tassi a lunga fosse: (i) un impegno esplicito della banca centrale a mantenere il tasso obiettivo a zero, la cosidetta "forward guidance", oltre che (ii) un acquisto aggressivo di titoli privati e pubblici – il cosiddetto QE - volto a favorire la politica di bilancio espansiva tenendo bassi i tassi sui titoli pubblici, a sostenere consumi privati attraverso effetti ricchezza conseguenza del rialzo dei valori mobiliari,[11] provocare un deprezzamento della valuta in seguito all'investimento in titoli esteri della liquidità immessa. Vedremo come solo nel 2013 la BCE adotterà la *forward guidance*, e nel gennaio del 2015 il QE. Su questo tipo di misure dovremo dunque ritornare nella lezione 4.

Il risultato delle misure intraprese dalla BCE nell'ambito dell'*Enhanced Credit Support* fu il rafforzamento della liquidità bancaria a scopo precauzionale (*frontloading*), in una situazione in cui il mercato interbancario era rotto e la sfiducia regnava sulla

solvibilità degli istituti di credito. Fu anche la discesa dei tassi interbancari, presumibilmente non perché tornò la fiducia, ma perché la domanda di liquidità privata era scarsa – dato che ci si poteva rifornire in abbondanza presso la BCE. Attraverso le misure intraprese sotto l'*Enhanced Credit Support* la BCE ha svolto un'efficace funzione di prestatore di ultima istanza (*lender of last resort*) verso il sistema bancario; in linea con la teoria della moneta endogena, non ci si poteva tuttavia attendere che la creazione di liquidità a favore del sistema bancario potesse favorito la creazione di nuovo credito, come vedremo.

2010-11: La crisi dei debiti sovrani

Contemporaneamente al miglioramento delle aspettative di ripresa globale dovute alle azioni internazionali di sostegno della domanda aggregata intraprese nel 2009 che porta la BCE a cominciare a rientrare dalle misure non convenzionali, al principio del 2010 si innesca la crisi del debito sovrano greco che si estenderà successivamente agli altri due piccoli Stati europei, Irlanda e Portogallo, e nell'anno successivo a Spagna e Italia. La BCE rinuncia al rientro dalle misure straordinarie, che anzi vengono rafforzate, nel maggio 2010 nell'ambito delle misure europee di salvataggio della Grecia - presto estese a Irlanda (novembre 2010) e Portogallo (aprile 2011) - e lancia il *Security Market Program* (SMP), un programma di acquisto di titoli di Stato. Gli acquisti sono effettuati in due riprese, nel 2010 per i piccoli Stati, e dall'agosto 2011 relativamente ai titoli italiani e spagnoli una volta che la crisi ha contagiato i due grandi.

A questa ulteriore forma di creazione di liquidità – che tecnicamente è definita dalla BCE *Outright Market Transaction*, un nome che poi diventerà famoso nel 2012 quando verrà però impiegata in maniera diversa – la BCE fa corrispondere un drenaggio di liquidità (tecnicamente una sterilizzazione), tanto per accontentare la Germania preoccupata di fantasiosi effetti inflativi del SMP. Sterilizzazione del tutto superflua dato che le banche hanno comunque a disposizione liquidità illimitata per altre vie.[12] E' da osservare inoltre che, aggiungendo menzogna a ipocrisia,[13] la giustificazione ufficiale che la BCE dà per il SMP non è di sostegno ai debiti sovrani (il vero scopo che tutti sanno, ma inconfessabile pubblicamente), ma di assicurare la trasmissione della politica monetaria (Cour-Thimann e Winkler 2013: 13-4).[14] Infatti, si argomenta, i tassi di interesse sui titoli sovrani influenzano quelli che le banche praticano alla clientela. Questo perché l'impiego di fondi da parte degli investitori (fra cui le banche medesime) per l'acquisto di titoli pubblici attratti dagli alti tassi di interesse costituisce una alternativa al loro impiego per prestiti alle banche desiderose di liquidità: in tal modo aumenta il costo dell'approvvigionamento bancario che si trasmette successivamente ai tassi praticati alla clientela. Il SMP portò all'acquisto di poco più di 200 miliardi di euro di titoli, che la BCE tiene sino a scadenza. Manganelli (2012) sembra confermare l'impatto assolutamente marginale e di breve periodo del SMP sui tassi di interesse sovrani dei paesi periferici. Evidentemente alla BCE fu consentito un intervento sul mercato dei titoli, ma non certo della dimensione tale da rassicurare i mercati (il famoso big bazooka).[15] Che la BCE potesse farlo è dimostrato dal successivo intervento di acquisti illimitati, sebbene solo minacciato e pieno di caveat, che seguì il famoso discorso di Draghi di fine luglio 2012.

Qui ci occupiamo di politica monetaria, ma vale la pena ricordare come con la crisi dei debiti sovrani comincia a prevalere la tesi che l'origine della crisi sia fiscale, e non invece in meccanismi di indebitamento fra paesi innescati dall'euro (Cesaratto 2013; 2014). Le politiche di austerità che ne sono seguite sono diventate causa ulteriore e prevalente della crisi. E' in quest'ambito che si muove la politica monetaria della BCE: limitata nelle azioni che può intraprendere, per statuto e per l'ottusa opposizione della Germania, e non coadiuvata da politiche di bilancio espansive.

Che fine fa la liquidità?

Nel periodo 2008-11 la BCE pone dunque a disposizione del sistema moltissima liquidità che gli istituti di credito assorbono. Prima di vedere alcuni dati domandiamoci: ma questa liquidità che fine fa?

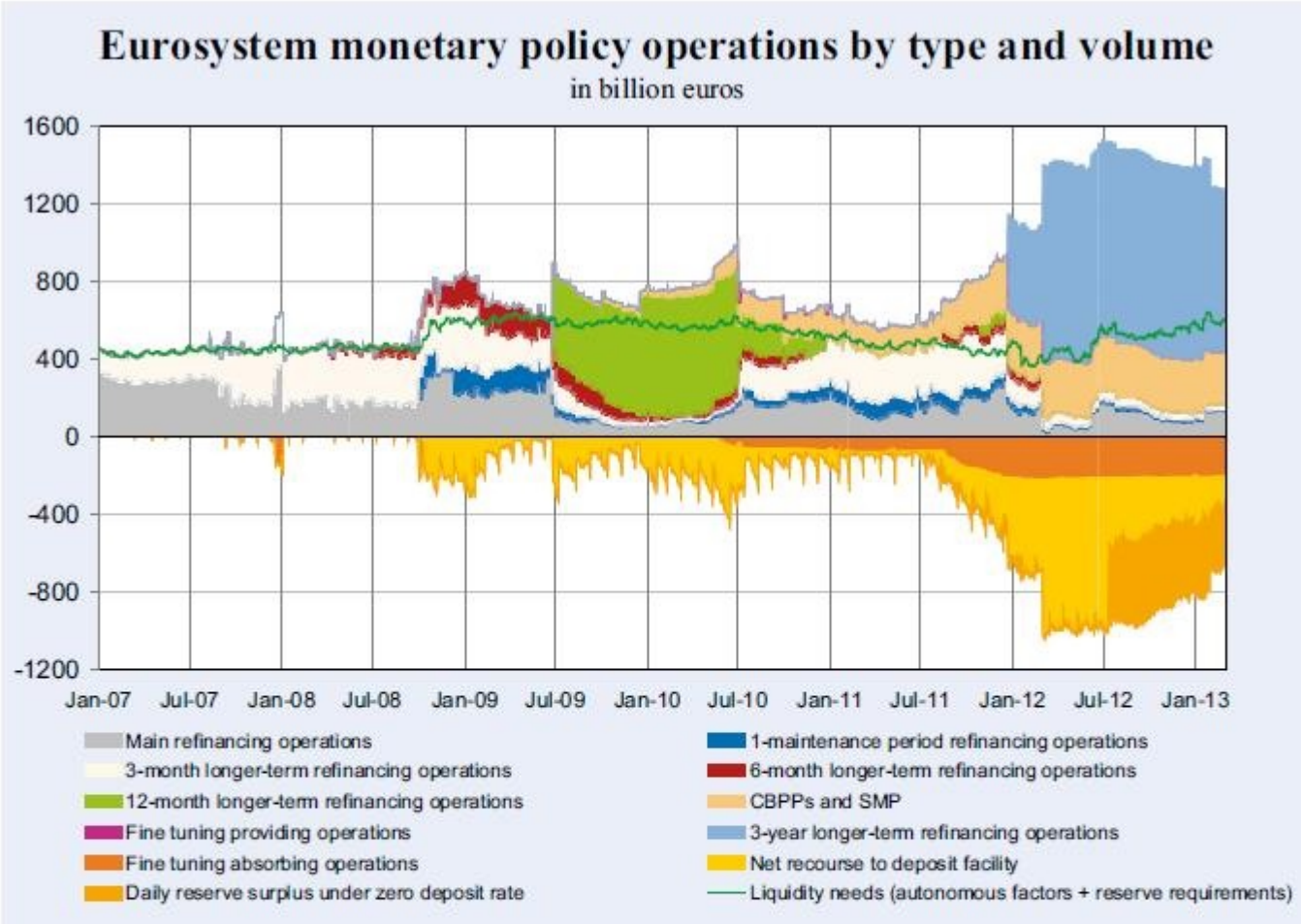
La teoria della *moneta esogena* (ancora) impartita in molti libri di testo è che la liquidità creata dalla banca centrale faccia da base alla creazione di credito bancario. Si ragiona così: ogni volta che una banca concede un credito, essa crea al contempo

un deposito a favore del cliente (un fido per esempio), deposito a fronte del quale la banca necessita di liquidità per ottemperare all'obbligo della riserva. Se ne deduce che tanto maggiore la quantità di liquidità della banca centrale potenzialmente disponibile per soddisfare l'obbligo della riserva obbligatoria, tanto maggiore è l'ammontare di depositi/credito che le banche possono creare. Abbiamo tuttavia già sopra dimostrato che secondo la teoria della *moneta endogena* le riserve sono create dalla banca centrale "alla bisogna", e non condizionano dunque la quantità di depositi/credito che le banche commerciali possono creare. E in effetti la quantità di liquidità messa a disposizione dalla BCE dal 2008 è grandemente maggiore rispetto alla domanda di riserve obbligatorie espressa dagli istituti di credito, domanda che si è mantenuta relativamente costante dal 2008 al 2011 in un ordine di 200 miliardi di euro, per poi dimezzarsi quando alla fine del 2011 il coefficiente di riserva obbligatoria viene dimezzato.

La stabilità della domanda di riserve dimostra che, al di là delle dichiarazioni, lo scopo delle misure non convenzionali della BCE non è stata l'espansione del credito, ma altro. Non che l'espansione del credito fosse un target indesiderato, ma la stessa BCE riconosce che "the amount of central bank reserves held by a bank is not the determining factor in its ability to generate new loans" (ECB, *Annual Report,* 2012: 36).[16] E poco sopra si osservava: "There is not necessarily a stable relationship between bank reserves and, in particular, excess liquidity held by euro area banks on the one hand and monetary liquidity on the other, as evidenced by the subdued pace of money and credit growth observed since late 2010. " (ibid)

Anche laddove si tenesse conto della domanda di banconote - l'altro utilizzo standard della liquidità della banca centrale oltre al soddisfacimento della riserva obbligatoria -, la differenza fra la liquidità creata e le necessità del sistema è ampio. La linea verde nella parte superiore della figura 3 mostra le necessità nette di liquidità espresse dal sistema nei confronti della BCE come somma di domanda di riserve più domanda di banconote (quest'ultima non già soddisfatta dalla creazione di moneta via

superiore
mo sopra
idità che
ante. Dal
e fine fa?



Note: Monetary policy operations in foreign currency are not included. MRO: main refinancing operation (at a weekly maturity); LTRO: long-term refinancing operation; MP: maintenance period (of about one month maturity); FTO: fine tuning operation. FTO absorbing operations mostly relate to the sterilisation of liquidity provided under the SMP. Net recourse to standing facilities: recourse to marginal lending facility minus re-

Figura 3. Fonte: Cour-Thimann, 2013)

Prima di vedere tecnicamente dove finisce questa liquidità,[19] rimanga assodato il fatto che la principale ragione per cui la BCE ha reso disponibile tutta quella liquidità fu inizialmente la rottura del mercato interbancario e successivamente, con la crisi dei debiti sovrani, la necessità dei paesi periferici di liquidare i capitali stranieri in fuga dai loro titoli. In una situazione di crisi le banche non si fidano più l'una dell'altra e cercano di ridurre la loro esposizione verso gli altri istituti di credito.[20] Questo è particolarmente accaduto nei prestiti interbancari fra istituti di membri differenti dell'EZ, in particolare da parte dei paesi "core" che negli anni dell'euro avevano maturato persistenti avanzi di partite correnti, nei confronti dei paesi "periferici" che avevano invece maturato corrispondenti disavanzi. Se ne deriva dunque che tale rottura del mercato finanziario ha coinciso in larga misura con l'interruzione del flusso di capitali dai paesi core a quelli periferici, flusso destinato a finanziare i disavanzi di partite correnti di questi ultimi. Dal 2010, inoltre, gli investitori dei paesi "core" hanno cominciato a ritirare i propri investimenti nei titoli di Stato dei paesi periferici, vendendo i titoli in loro possesso e non rinnovando gli acquisti quando i titoli vengono a scadenza (*no roll-over*). Questo fenomeno riguardò i piccoli periferici nel 2010 e in maniera repentina e massiccia Italia e Spagna nel 2011 e 2012 (*sudden stop of capital flows*), come meglio vedremo nella lezione 3. Il ricorso delle banche alle fonti di rifinanziamento della BCE ha consentito di liquidare i capitali stranieri, che vennero rimpatriati. Per esempio, le banche italiane utilizzarono finanziamenti dell'Eurosistema per acquistare titoli del Tesoro non più desiderati dagli investitori tedeschi o francesi, ciò che consentì al Tesoro di liquidare gli investitori stranieri.

In sostanza le banche dei paesi periferici, ricorrendo al rifinanziamento della BCE, furono in grado di fronteggiare l'uscita di capitali prestati sia a loro che ai rispettivi Stati consentendo agli investitori dei paesi nordici di rimpatriare i propri capitali, che finirono depositati presso le loro banche dei paesi "core", che a loro volta se li trovarono accreditati presso i propri conti di riserva/regolamento presso la BCE (v. lezione 1). Qualche lettore più smaliziato avrà già qui riconosciuto il collegamento con la saga di Target 2 che racconteremo meglio nella prossima lezione.[21]

La parte sotto l'asse orizzontale della figura 3 permette di apprezzare l'impiego dei fondi da parte delle banche dei paesi core. Normalmente essi sono depositati nella *deposit facility* dove, in tempi normali, essi ricevono una remunerazione positiva, sebbene inferiore al tasso sulle MRO. Normalmente non conviene invece alle banche detenerli sul conto di riserva e regolamento dove il tasso di remunerazione sulle riserve in eccesso è, in tempi normali, zero. Dal luglio 2012 le banche sono invece diventate indifferenti su quale conto detenere i fondi in eccesso in quanto la remunerazione è stata portata a zero anche per il deposito marginale; dal giugno 2014 ambedue i conti correnti (*deposit facility* e fondi sul conto di riserva/regolamento in eccesso dell'obbligo della riserva) hanno un rendimento negativo, con lo scopo ufficiale di stimolare le banche a offrire i fondi nel mercato interbancario – che dal 2013 si è in effetti ripreso, sebbene per altri motivi (v. lezione 3). In estrema sintesi, dunque, la parte superiore della figura 3 mostra il progressivo ricorso delle banche dei paesi periferici alla liquidità della banca centrale per finanziare il deflusso di precedenti prestiti ricevuti dalle economie periferiche dai paesi core, ricorso che si è effettuato attraverso vari strumenti di politica monetaria, mentre la parte inferiore mostra la destinazione di tali fondi presso i conti correnti detenuti dalle banche *core* presso la BCE. Il picco si è avuto nel marzo 2012 con oltre 827 miliardi di euro depositati nella *deposit facility* (che normalmente conta nel bilancio dell'Eurosistema per un miliardo di euro) (ECB, *Annual*

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di €, 30 settembre 2011)

Attività		*Passività*	
Fattori autonomi dal lato attività	982	**Fattori autonomi dal lato passività**	1228
(principalmente canale estero)		(principalmente banconote)	
Operazioni di politica monetaria		**Operazioni di politica monetaria**	
MRO	208	Riserve	205
LTRO	379	Riassorbimento SMP	157
CBPP + SMP	220		
Finanziamento marginale	1	Deposito marginale	200
	1790		1790

l giugno

Figura 4. Fonte: http://www.bcl.lu/fr/publications/cahiers_etudes/92/BCLWP092.pdf

Dal lato dell'attivo – dove sono registrate le attività (come divise estere e titoli pubblici e privati) detenute dall'Eurosistema e ottenute in cambio di liquidità – si può osservare l'inversione nell'importanza delle MRO rispetto alle LTRO a favore di queste ultime. Inoltre compaiono i titoli che l'Eurosistema ha ottenuto con le operazioni CBPP (acquisto obbligazioni bancarie) e SMP (acquisto di titoli di Stato) sopra illustrate. Dal lato del passivo registriamo dove sta la liquidità creata. Molta è come nel 2007 fra i fattori autonomi sotto forma di banconote e di riserve obbligatorie. Nel 2007, tuttavia, la liquidità parcheggiata nella *deposit facility* era minuscola, mentre ora è salita a 200 miliardi. Di liquidità parcheggiata ve ne sarebbe molta di più se non fosse per il fatto che quella creata via SMP è stata in quel periodo riassorbita dalla BCE medesima; questo fatto è registrato con una voce "Riassorbimento SMP" del valore di 157 miliardi.[22] Nel complesso il bilancio dell'Eurosistema risulta quasi raddoppiato (sebbene ciò sia dipeso anche da fattori autonomi, cioè indipendenti dalla politica monetaria).

Cosa abbiamo imparato?

In questa lezione abbiamo visto come nel periodo 2008-2011 la BCE abbia espanso il proprio bilancio attraverso la creazione di liquidità a favore delle banche (che appare dal lato delle passività del bilancio) allo scopo di tenere sotto controllo i tassi di interesse a breve termine una volta rotto il mercato inter-bancario. Nel 2010-11 essa ha anche acquistato titoli sovrani dei paesi periferici dell'Eurozona per calmierare i differenziali nei tassi di interesse con i titoli dei paesi "core". La giustificazione ufficiale dell'intervento è stata tuttavia quella di assicurare la trasmissione della politica monetaria. In altri termini, poiché elevati tassi di interesse sui titoli sovrani si trasmettono anche al prezzo del credito, per assicurare condizioni di credito non (troppo) divergenti fra i paesi membri dell'UME, la BCE ha cercato di calmierare i tassi sui titoli sovrani. Nella prossima lezione vedremo come tali misure si siano rivelate insufficienti, anche per l'aggravamento della crisi dovuta alle politiche di bilancio di austerità (che però rimangono sullo sfondo di queste lezioni). Da un punto di vista analitico in questa lezione abbiamo imparato che la banca centrale crea liquidità che, a parte la quota che circola come banconote, rimane per il resto presso di essa nei conti di riserva delle banche commerciali. Normalmente le banche detengono solo l'ammontare di riserve necessarie per soddisfare all'obbligo della riserva obbligatoria, ma in tempi di incertezza, come dal 2008, si cautelano detenendone in eccesso. Abbiamo anche visto che un'altra spiegazione dell'espansione della liquidità creata dalla BCE dal 2010 è dovuta al ricorso delle banche periferiche al rifinanziamento dell'Eurosistema[23] per finanziare la restituzione dei capitali che i prestatori dei paesi "core" intendevano riportare in patria. Tale liquidità è così finita nei conti di riserva delle banche core presso l'Eurosistema, in particolare nella *deposit facility*.

Riferimenti bibliografici

Cesaratto S. (2013). Controversial and Novel features of the Eurozone Crisis as a Balance of Payment Crisis. in Febrero E. et al., editors, *Post Keynesian Views of the Economic Crisis and its Remedies,* Routledge, 2013. Working paper: http://www.econpol.unisi.it/dipartimento/it/node/1649.

Cesaratto, S. (2014), Balance of payments or monetary sovereignty? In search of the EMU's original sin - a reply to Lavoie

, Asimmetrie WP 2014/6.

Cour-Thimann, P. and Winkler, B. (2013): "The ECB's non-standard monetary policy measures. The role of institutional factors and financial structure", ECB working paper series no. 1528, April.

Eser, F. Carmona Amaro, M. Iacobelli, S. and Rubens, M. (2012): "The use of Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009", ECB Occasional working papers, WP no. 135, August.

Johnston, A. e Pough, T. (2014) The Law and Economics of *Quantitative* Easing, Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law, Working paper series, July.

Kalecki, M. (1943), Aspetti politici del pieno impiego.

Manganelli, S. (2012) The Impact of the Security Market Programme, *ECB Research Bulletin*, no. 17.

Mercier, P. (2014): "The Eurosystem, the banking sector and the money market", Cahier D'ètudes working paper no. 92, Banque Centrale du Luxembourg.

***Winkler*, A. (2014), The *ECB* as *Lender of Last* Resort: Banks versus Governments, FMG Special Papers *sp228*, Financial Markets Group**

[1] Ringrazio Giancarlo Bergamini per i suoi commenti di forma e di sostanza.

[2] Utilizzeremo la denominazione di Euroarea o Eurozona per riferirci ai paesi dell' Unione Economica Monetaria Europea che hanno adottato l'euro.

[3] Ricorderete che la BCE offre liquidità con operazioni pronti contro termine, vale a dire la banca che necessità di riserve o banconote cede alla BCE titoli (per esempio di Stato) come collaterale (come garanzia), impegnandosi a ricomprarli dopo una o più settimane. In un certo senso la BCE offre liquidità ma solo in via temporanea. Con le operazioni di rifinanziamento la creazione di liquidità non è mai, dunque, in via definitiva. Essa mantiene così saldamente sotto controllo la liquidità creata. Poiché, tuttavia, lo scopo ultimo della banca centrale è non far mancare la liquidità desiderata dal sistema al tasso di interesse obiettivo, essa

continuamente riassorbe liquidità, ogni volta che una operazione di rifinanziamento pronti contro termine scade, e la reimmette nel sistema con una coeva nuova operazione.

[4] Come segnalato nella lezione 1 (nota 3) sebbene in generale si possa affermare che un paese con avanzi di partite correnti accumuli RU, e un paese con disavanzi le veda diminuire, questo non è automaticamente vero. Un paese con persistenti disavanzi di partite correnti potrebbe, per esempio, finanziare i disavanzi ricorrendo a prestiti esteri senza toccare le RU.

[5] Mi avvalgo, fra gli altri, delle ottime esposizioni di Eser et al. (2012), Cour-Thinman e Winkler (2013).

[6] Naturalmente con la crisi e in particolare in seguito al crollo del settore edilizio nel 2007-8, in particolare negli Stati Uniti, Spagna e Irlanda, anche la domanda di credito è diminuita. Attraverso il crollo del commercio internazionale e della domanda attesa la crisi si è rapidamente trasmessa ad altri paesi.

[7] I tassi di interesse a più lungo termine riflettono l'andamento del tasso a breve, su cui normalmente si esercita l'influenza della banca centrale, e lo stato delle aspettative circa un possibile cambiamento di quest'ultimo. Per esempio, il tasso a due anni è (approssimativamente) la media fra il tasso di interesse di quest'anno (noto) e quello atteso per l'anno prossimo (presunto). Se presto 100€ per due anni, e il tasso corrente a cui in genere si presta è 5% e quello atteso l'anno prossimo è 6%, è ragionevole prestare a un tasso medio del 5,5% (valido per due anni). Gli operatori in generale si attendono che la banca centrale aumenti il tasso a breve se le previsioni economiche sono positive. Una ripresa dell'economia è infatti associata a una caduta della disoccupazione e una conseguente ripresa dell'inflazione in seguito al maggiore potere contrattuale dei lavoratori sui salari. Poiché alle banche centrali è dagli anni 1980 assegnato il compito di controllare l'inflazione, e così è per la BCE, ci si attende che esse accresceranno i tassi di interesse per moderare la crescita e l'aumento di potere contrattuale dei lavoratori. Come si vede, dietro l'idea di banche centrali indipendenti (dal potere politico) e con il solo obiettivo statutario del controllo dell'inflazione, v'è l'obiettivo del controllo della distribuzione del reddito fra salari e profitti. Il testo fondamentale per capire perché il capitalismo è incompatibile con la piena occupazione è Kalecki (1943), un testo che qualunque militante di sinistra dovrebbe conoscere.

[8] Come si rammenterà da sopra, il *net liquidity deficit* è il gap di liquidità del sistema: data l' *offerta* di liquidità dovuta ai fattori autonomi (principalmente il canale estero), la *domanda* autonoma di moneta (principalmente le banconote desiderate dal pubblico) *più* la *domanda* di riserve, la banca centrale ha il compito di coprire il gap fra offerta e domanda sì da rendere possibile alle banche commerciali di assolvere all'obbligo di riserva senza determinare tensioni sui tassi di interesse.

[9] La BCE nel corso della crisi ha abbassato il rating minimo richiesto ai titoli, pubblici e privati, accettati per le operazioni di rifinanziamento. Una buona rassegna è Wolff (2014).

[10] Le banche europee, trovandosi illiquide in dollari a causa della repentina smobilitazione di precedenti crediti americani, non avevano infatti accesso alla liquidità della Fed.

[11] Generalmente si sostiene che il rialzo dei valori mobiliari favorisce la collocazione di nuove emissioni azionarie e dunque gli investimenti privati. V'è da dubitare assai che tale canale funzioni. Gli investimenti privati riprendono solo se migliorano le aspettative di domanda, ciò che può ben risultare da altri effetti del QE ma non da questo.

[12] La sterilizzazione avviene consentendo a coloro che si sono liberati dei titoli pubblici di parcheggiare la liquidità sotto forma di depositi presso la BCE remunerati al tasso sulle MRO. La sterilizzazione è stata interrotta nel giugno 2014.

[13] Come per tutti i moralisti, la condotta *della maggior parte* dei politici, economisti e commentatori tedeschi accompagna il moralismo con l'ipocrisia, obbligando l'intera BCE a seguirli.

[14] Due giuristi economici, di simpatie post-Keynesiane, sostengono che SMP e il successivo OMT (e il previsto QE europeo) sono tutte maniere surrettizie di monetizzare il debito pubblico e dunque illegali alla luce dei Trattati europei (Johnston e Pough, 2014). In questo senso essi danno ragione alla Corte Costituzionale tedesca che si è pronunciata nel 2014 contro la legalità dell'OMT.

[15] Secondo Adalbert Winkler (2014), un eminente e "unprejudiced" (non prevenuto) economista tedesco che ha anche lavorato presso la BCE, furono le proteste della Germania contro il SMP a limitare l'azione dell'istituto di Francoforte come prestatore di ultima istanza verso gli Stati.

[16] Purtroppo in questo caso la BCE non riconosce la validità della teoria dell'endogenità della moneta/credito, ma argomenta che: "Factors influencing a bank's loan supply are, among other things, its capital position, its monitoring technology and its cost structure" (ibid), fattori certamente rilevanti, ma tutti concentrati sul lato dell'offerta di credito, e non della domanda. Altrove, tuttavia, la BCE riconosce la rilevanza dei fattori di domanda:

"The occurrence of significant excess central bank liquidity does not, in itself, necessarily imply an accelerated expansion of … credit to the private sector … The Eurosystem, however, as the monopoly supplier of central bank reserves in the euro area, always provides the banking system with the liquidity required to meet the aggregate reserve requirement … the Eurosystem always provides the central bank reserves needed on aggregate, which are then traded among banks and therefore redistributed within the banking system as necessary. The Eurosystem thus effectively accommodates the aggregate demand for central bank reserves at all times and seeks to influence financing conditions in the economy by steering short-term interest rates.

In sum, holdings of central bank reserves are thus not a factor that limits the supply of credit for the banking system as a whole. Ultimately, the growth of bank credit depends on a set of factors that determine credit demand and on other factors linked to the supply of credit. " *Monthly Bullettin* (May 2012)

[17] Sfortunatamente la riproduzione a stampa risulterà in b/n.

[18] Se si fosse tradotta in maggiore credito bancario, questo sarebbe dovuto crescere in maniera stratosferica, tenuto conto che il coefficiente di riserva obbligatoria è 1%.

[19] La liquidità creata dalla banca centrale se non assume la forma di banconote, rimane una scrittura contabile sui conti correnti che le banche commerciali detengono presso di essa. Si tratta di vedere in quali conti correnti presso la BCE rimane depositata, ve ne sono un paio di tipi, e se la liquidità finisce per essere detenuta dalla medesima banca che l'ha originariamente richiesta.

[20] "The pressure on capital ratios and funding positions associated with the financial turmoil meant that banks faced a complex combination of considerations in 2009 as regards the adjustment of their balance sheets. On the funding side, banks were negatively affected by investors' rising apprehension and the resulting increases in the cost of financing, which further exacerbated the strain placed on banks' capital positions by declines in asset prices and credit losses. In such a situation, a bank will need to reduce its leverage ratio, either by raising additional equity or by reducing its assets. In times of financial turmoil, that deleveraging will largely take the form of reductions in assets, given that otherwise huge amounts of equity would be required in a short space of time in the presence of increased risk aversion, which would increase the cost of equity even more. The shedding of assets will typically be implemented by means of the disposal of non-core assets in order to acquire liquidity and the reduction of exposure to risky assets. There is a natural pecking order as regards the various liquidity sources. Usually, a bank will first liquidate its short-term assets,

then its external assets, and finally its long-term assets. Thus, loans to firms and households, as longer-term assets, will be at the end of that list. In general, these assets can only be reduced by means of the restriction of new lending and the repayment of existing loans. Moreover, business models based on sustained customer relations, which are common in the euro area banking system, provide further incentives to refrain from shedding loans. … Overall, therefore, interbank activity bore the brunt of the balance sheet adjustment" (ECB, *Annual Report,* 2009: 36).

[21] Non è un solo un particolare tecnico insignificante che le banche (per esempio tedesche) a cui sono ritornati i capitali rimpatriati dalla periferia europea se li vedono accreditati presso i propri c/c presso la rispettiva banca centrale nazionale (per esempio la Bundesbank) la quale, vedremo nella lezione 3, in cambio di questo accredito riceverà una mera scrittura contabile denominata "passività Target 2".

[22] A tanto ammontava allora il valore di titoli di Stato acquistati. In pratica la BCE acquistava questi titoli riemettendo al contempo suoi titoli a breve termine con cui offriva a coloro che si erano disfatti dei titoli di Stato periferici una opportunità di parcheggiare la liquidità a un tasso massimo pari a quello sulle MRO. Se non fosse stata "depositata" in questi titoli, la liquidità creata con il SMP sarebbe finita nella *deposit facility*.

[23] Di nuovo, non è solo un particolare tecnico insignificante che il rifinanziamento sia concesso alle banche dalle rispettive banche centrali nazionali, sebbene secondo regole e tassi comuni all'Eurosistema.