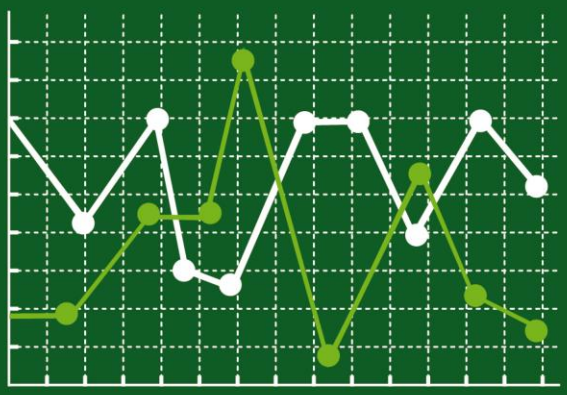
a/ working paper

WP 2015/10 (August)

L'organetto di Draghi: quattro lezioni critiche sulle misure non convenzionali della ECB sino al Quantitative Easing

Sergio Cesaratto – University of Siena



asimmetrie | **a.p.s.** | associazione italiana per lo studio delle **asimmetrie economiche**
www.asimmetrie.org | info @ asimmetrie.org

Copyright © The author(s), 2015.

The Italian Association for the Study of Economic Asymmetries (a/simmetrie) was established in 2013 as an independent, nonprofit think-tank based in Rome (Italy). a/simmetrie undertakes applied research and policy analysis on economic asymmetries, both in their economic nature, and in their political and juridical implications; provides a forum for the advocacy of policies leading to a more equitable and sustainable growth; and promotes the public debate in the field of economic policy-making, by involving researchers, politicians, and other relevant stakeholders.

The a/simmetrie working paper series publishes outputs from a/simmetrie research in progress, as well as papers presented at a/simmetrie conferences and seminars, and contributions from visiting fellows. Comments are welcome. Unless otherwise indicated, the views expressed in this publication are those of the author(s). Publication does not imply endorsement by a/simmetrie.

Italian Association for the Study of Economic Asymmetries
via Filippo Marchetti 19, I-00199 Roma, Italy
www.asimmetrie.org
info@asimmetrie.org

L'organetto di Draghi: Quattro lezioni critiche sulle misure non convenzionali della ECB sino al Quantitative Easing*

Sergio CESARATTO
Department of Political Economy - University of Siena
P.zza S.Francesco, 7-8, 53100 Siena (Italia) – sergio.cesaratto@unisi.it

Abstract

The primary purpose of these lectures is didactic. They show the development of the ECB intervention from 2008 to 2015 taking the evolution of the consolidated balance sheet of the Eurosystem as reference point. They endorse the theory of endogenous money as theoretical landmark.

Keywords: Eurosystem, Euro, European Central Bank, Balance Sheet, Endogenous Money, Quantitative Easing, Monetary Policy, TARGET 2, Long Term Refinancing Operation, Outright Monetary Transactions.

JEL classification: E40, E50, F33, F36, F45.

* Queste lezioni hanno uno scopo prettamente divulgativo e sono state inizialmente pubblicate, separatamente, su *Economia e politica (1, 2, 3, 4)*. Ringrazio Giancarlo Bergamini per i suoi commenti di forma e di sostanza.

1. Moneta endogena e politica monetaria

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 lezione 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 differentemente, del resto, dal conto corrente che noi deteniamo presso la nostra banca.

Moneta (o liquidità o "base monetaria") della banca centrale = banconote e riserve[1]

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.[2] Soprattutto, tuttavia, le riserve bancarie servono per effettuare i trasferimenti monetari fra le banche. Chiariamo questo punto fondamentale.

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.

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.[3] 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).[4]

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

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).

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

I 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 procacciarsi 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:

1. ogni volta che una banca concede un credito crea un deposito;
2. 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

2. 2008-2011: la BCE di fronte alla crisi: verso il raddoppio del bilancio della BCE

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

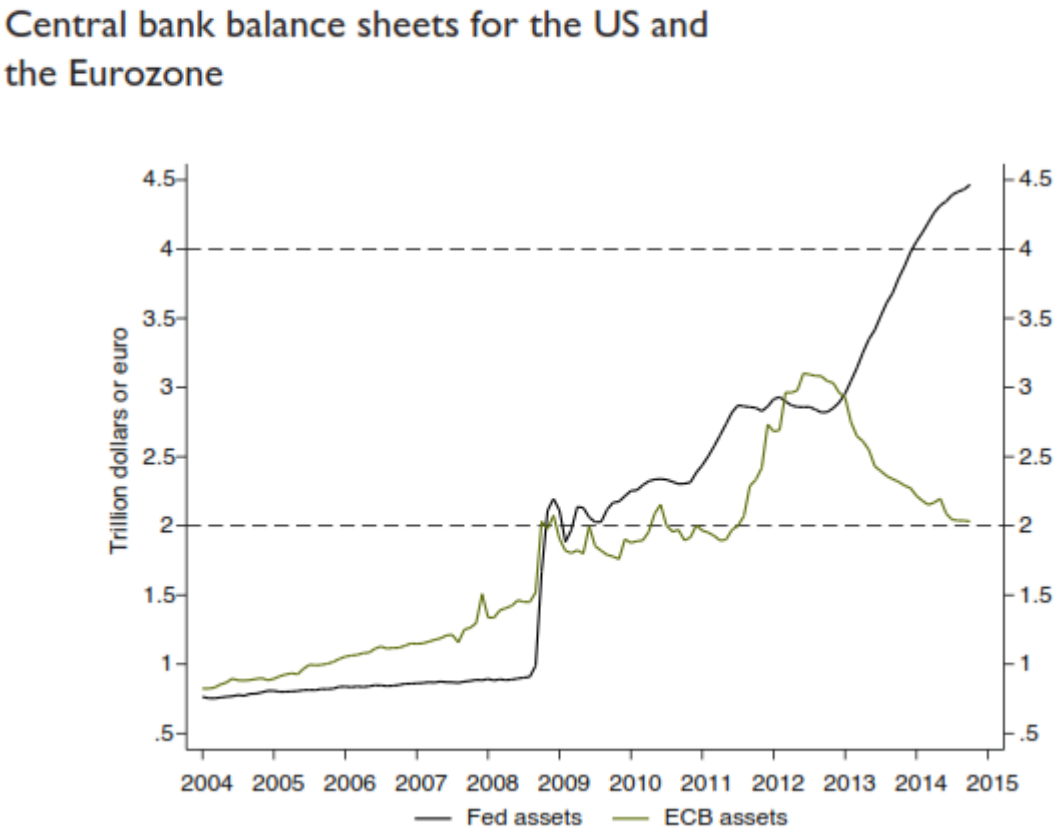
dalla banca centrale – e in connessione a ciò, abbiamo spiegato come quest'ultima attui a politica monetaria. In sintesi la banca centrale soddisfa le esigenze di liquidità del sistema in maniera tale che nel mercato monetario prevalga il tasso di interesse a breve termine che essa ha fissato come obiettivo. 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.[5]. Come forse ricorderete, la BCE crea liquidità in cambio di "attività" (*assets*) – come valute straniere o titoli forniti a garanzia della liquidità ricevuta.[6] 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 il 2008 e il 2009, raddoppiando rispetto al principio 2008, per poi raggiungere i tre trilioni nel marzo 2012, e ridiscendendo successivamente verso i due. Qualcosa di simile è accaduto alla Fed, ma nel suo caso il bilancio ha continuato a espandersi sino a tempi recenti.

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

6 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.



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

- Figura 1 -

Prima della crisi il bilancio era dunque inferiore al trilione, come si evince dalla tavola qui sotto che ne semplifica una già a sua volta molto semplificata tratta da un'ottimo paper (Mercier 2014, un po' *wonkish*, da secchioni) che ripercorre le vicende del bilancio della BCE prima e dopo la crisi.

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

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

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

- Figura 2 -

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").[7] 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,

[7] 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.

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.[8]
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

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

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.[9]

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.[10] 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

9 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.

10 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.

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*.[11] 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;[12] 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.[13] 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)

11 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.

12 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).

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

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, 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,[14] 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

14 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.

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.

La crisi dei debiti sovrani: 2010-2011

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.[15] E' da osservare inoltre che, aggiungendo menzogna a ipocrisia,[16] 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).[17] Infatti, si argomenta, i tassi

15 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.

16 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.

17 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

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).[18] 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 2012; 2013a). 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 Pough, 2014). In questo senso essi danno ragione alla Corte Costituzionale tedesca che si è pronunciata nel 2014 contro la legalità dell'OMT.

[18] 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.

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).[19] 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 canali autonomi, principalmente, come spiegato sopra, tramite il canale estero). Le parti

---

19 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)

colorate[20] della parte superiore corrispondono alla creazione di liquidità da parte della BCE attraverso vari canali convenzionali o meno a cui abbiamo sopra accennato. Come si vede, sino al settembre del 2008 la BCE metteva a disposizione del sistema esattamente la liquidità che esso richiedeva – al netto della liquidità creata autonomamente dal canale estero – per riserve obbligatorie e circolante. Dal settembre 2008 ne crea di più; dal gennaio 2012 molta di più. Se questa liquidità non si traduce in credito bancario, che fine fa?[21]

3. Lezione 3 - 2011-2012: cresce l'acronimia: LTRO, Target 2, OMT

Nella seconda lezione abbiamo visto come nel periodo 2008-2011 la BCE) abbia espanso il proprio bilancio allo scopo di tenere sotto controllo i tassi di interesse a breve termine. Nel 2010-11 essa ha anche acquistato titoli sovrani dei paesi periferici dell'Eurozona ufficialmente per assicurare la trasmissione della politica monetaria. Abbiamo anche imparato che l'eccesso di liquidità rimane depositato presso l'Eurosistema in particolare nella *deposit facility*. In questa lezione vedremo come il contagio della crisi a Spagna e Italia abbia costretto nel 2012 la BCE a ulteriori e più eclatanti misure che hanno ulteriormente espanso il suo bilancio. Cominceremo con l'occuparci di uno strano meccanismo monetario chiamato Target 2 che occupò la scena nel 2011 e 2012.

2011: Lo strano caso di Target 2

Nel 2011 Werner Sinn (2011), il più influente economista tedesco, sollevò un polverone mediatico e accademico sostenendo che la BCE stava effettuando un salvataggio silenzioso (*stealth bail out*) dei paesi periferici attraverso un arcano meccanismo chiamato Target 2. All'inizio capire Target 2 fu un rompicapo per molti economisti, ora le cose sono più chiare (Febrero & Uxò 2013; Cesaratto 2013). Target 2 (l'acronimo di *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*), è una piattaforma che governa i pagamenti interbancari: quando noi effettuiamo un bonifico all'estero, per esempio acquistiamo una bottiglia di champagne del valore di 100€, la nostra banca veicola questo pagamento alla banca del fornitore francese attraverso Target 2.

Per capire il ruolo di Target 2 nella crisi, ricordiamoci un *leitmotiv* di queste lezioni: i trasferimenti di fondi fra le banche commerciali che originano da ordini dei clienti, come i bonifici per esempio, danno luogo a un trasferimento di fondi dal conto di

20 Sfortunatamente la riproduzione a stampa risulterà in b/n.

21 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%.

riserva e regolamento di una banca a quello di un'altra banca. Per come è stata organizzata l'Eurozona, ciascuna banca detiene il proprio conto di riserva e regolamento presso la propria banca centrale nazionale (BCN), ma questa (apparentemente) è solo una formalità, una reminiscenza del sistema di valute nazionali. Accade così che quando una banca esegue un ordine di pagamento verso un'altra banca, nell'esempio trasferisce i nostri quattrini dal nostro conto corrente presso Unicredit a quello di Paribas presso cui la ditta francese di vini ha il proprio conto, la nostra banca perde un ammontare equivalente di riserve dal suo conto presso la Banca d'Italia, riserve che la banca francese si vede accreditare nel suo conto presso la Banque de France – accredito sulla base del quale Paribas accrediterà a sua volta 100€ sul conto corrente della ditta di vini. Nella transazione, la Banca d'Italia, che ha cancellato 100€ dalle riserve di Unicredit, ha chiesto alla Banque de France di accreditare 100€ nelle riserve di Paribas. Tutto questo avviene automaticamente attraverso Target 2. Ma Banque de France cosa ottiene in cambio dalla Banca d'Italia? Ottiene una scrittura contabile in cui c'è scritto che la Banque de France ha un attivo (un *claim*) di 100€ verso Target 2; per contro la Banca d'Italia ha un passivo di 100€ verso Target 2. Innocenti scritture contabili? Fino a un certo punto. A questo stadio è vero che noi abbiamo perso 100€ dal nostro conto corrente, e Unicredit ha visto ridotte le proprie riserve di altrettanto. Tuttavia la Banca d'Italia non ha versato un bel nulla alla Banque de France. Poco male. Banca d'Italia e Banque de France sono succursali di un'unica ditta, la BCE, per cui se è giusto lasciare traccia dei trasferimenti di liquidità fra le due succursali, a tali scritture contabili non va data troppa importanza, siamo in famiglia. O no? Fatto sta che i membri dell'UME hanno voluto mantenere le loro banche nazionali – alla faccia dell'irreversibilità dell'euro. Se esse fossero state abolite, queste scritture contabili non sarebbero neppure occorse.[22] Invece, in uno spirito del tipo, fratelli sì, ma fino a un certo punto, le banche centrali nazionali esistono e con esse le scritture Target 2 a memoria che, come nell'operazione sopra descritta, l'Italia deve qualcosa alla Francia.

In sintesi quando c'è un pagamento bancario fra paesi dell'Eurozona, per esempio fra Spagna e Germania, attraverso Target 2 un ammontare corrispondente di riserve sono cancellate alla banca spagnola e accreditate alla banca tedesca; al contempo la Banca di Spagna acquisisce una passività Target 2, e la Bundesbank una attività Target 2, verso l'Eurosistema.

22 Se, essendo residenti a Roma, avessimo acquistato una bottiglia di barbera stravecchio effettuando un bonifico a Intesa-San Paolo, la Banca d'Italia avrebbe trasferito riserve da Unicredit a Intesa senza dar luogo a strane scritture contabili fra Piemonte e Lazio da cui risulta che, rispettivamente, la succursale della Banca d'Italia nel Lazio ha un debito e la succursale piemontese un credito verso il quartier generale di via Nazionale.

Dalla lezione 1 abbiamo anche imparato è che se una banca perde riserve (Unicredit nell'esempio), le deve recuperare, o attraverso un prestito interbancario o ricorrendo a un prestito della banca centrale. Normalmente, e simmetricamente, vi sarà una banca beneficiaria di un pagamento che ha acquisito riserve (Paribas nell'esempio), la quale volentieri presterà l'eccesso di riserve.[23] In questo caso Paribas invierà 99€ a Unicredit attraverso Target 2; la Banca d'Italia ricambierà il favore alla Banque de France accreditando 99€ sul conto di riserva di Unicredit. Questo favore comporta che il *claim* Target 2 della Banque de France si riduce a 1€, e corrispondentemente anche la passività Target 2 della Banca d'Italia si riduce a 1 €. Come si vede, il prestito di Paribas a Unicredit cancella (in grande misura) le strane scritture contabili "attivi/passivi Target 2" volte a rammentarci che l'Italia doveva qualcosa alla Francia in cambio della bottiglia di champagne, ma in pratica non aveva versato nulla. In luogo di quelle scritture contabili c'è ora un prestito di Paribas a Unicredit. In altre parole, ora la passività commerciale italiana ha la forma più tangibile di un prestito privato che Paribas ha fatto a Unicredit.[24]

In maniera analoga all'esempio, durante gli anni dell'euro pre-crisi, le crescenti importazioni dei paesi europei periferici che davano luogo a passività Target 2, erano compensati da flussi di capitale dai paesi core. I saldi target 2 erano così approssimativamente zero. Ciò che non era zero, anzi cresceva nel tempo, erano i prestiti delle banche core alle banche periferiche, riflesso del peggioramento dei conti esteri dei paesi periferici (tecnicamente un peggioramento delle partite correnti).

Fatto sta che, come ci siamo già detti, dal 2008 con la crisi si rompe il mercato interbancario e di nuovi prestiti non se ne accordano più, ché anzi, quelli in scadenza non vengono rinnovati (*no roll over*). La questione non riguarda solo i prestiti interbancari, ma anche gli acquisiti di titoli del debito sovrano dei paesi periferici, cosa che fa esplodere i famosi spread.

A quel punto, mentre la fuga di depositi (*sudden stop*) dava luogo a saldi Target 2 negativi, il rifinanziamento delle aziende di credito periferiche che perdevano depositi (e dunque riserve) è avvenuto attraverso le operazioni di rifinanziamento

23 Paribas ha ricevuto un nuovo deposito di 100€ (l'accredito al titolare della ditta di vini) e riserve per 100€. Ma a fronte del nuovo deposito necessita solo di 1€ di riserva obbligatoria, sicché può prestare nell'interbancario 99€. Questo è precisamente quanto necessita Unicredit che, simmetricamente ha perso un deposito di 100€ (il nostro bonifico) e 100€ di riserve. Ne deve recuperare 99, non 100 in quanto 1€ di riserve non le serve più poiché ha un *meno* 100 di depositi.

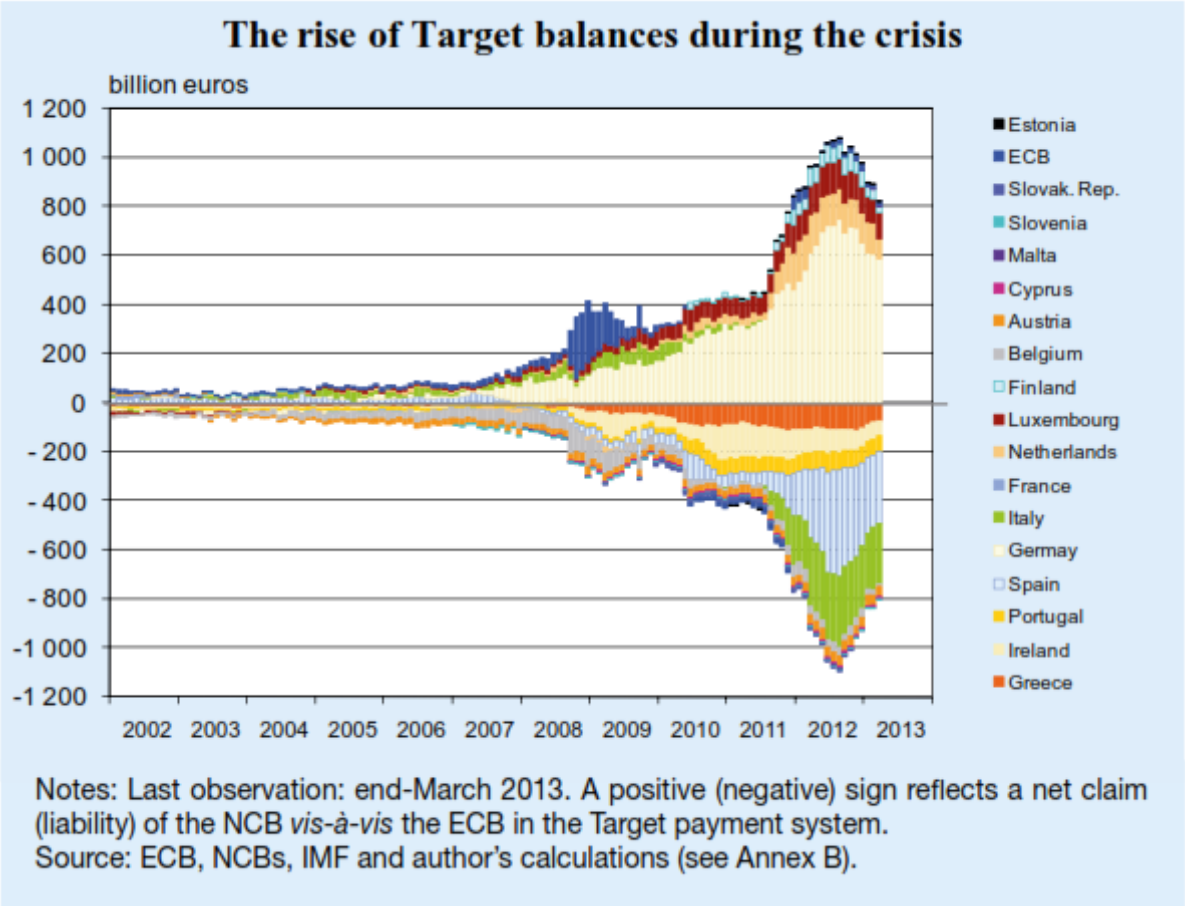
24 Se l'Italia acquista lo champagne senza dare nulla in cambio alla Francia, per esempio del Parmigiano, non sorprende constatare che la transazione dà luogo a un debito dell'Italia verso la Francia. Se, viceversa, allo stesso tempo l'Italia vende del Parmigiano alla Francia per uno stesso valore dello Champagne, è intuitivo che debiti e crediti reciproci si annullano.

dell'Eurosistema.[25] Tali uscite di capitali hanno dapprima coinvolto soprattutto i tre piccoli periferici, ma dal 2011 anche i due grandi periferici. Il rifinanziamento, senza il quale i paesi periferici non avrebbero potuto accomodare il trasferimento dei depositi dai propri sportelli a quelli delle banche dei paesi core, fu per questo rafforzato attraverso due operazioni a lungo termine con prestiti a tre anni (3 years-LTRO, Very Longer Term Refinancing Operations VLTRO). Sicché le banche che perdevano liquidità per l'uscita di capitali potevano riapprovvigionarsi presso gli sportelli della banca centrale.[26] Quello che accade dunque, e in maniera progressivamente più massiccia, dal 2008 al 2012 è una perdita di depositi e di riserve da parte delle banche dei paesi periferici, perdita sistematicamente accomodata dal rifinanziamento di nuove riserve da parte dell'Eurosistema.

La figura 1 mostra l'evoluzione dei saldi Target 2 attivi e passivi. Si può osservare come i paesi "core" detengano in media saldi attivi, mentre i paesi periferici registrano saldi passivi. Si osserva inoltre un primo e più modesto picco attorno al 2008-9 mentre le cose appaiono brevemente migliorare al principio del 2010, quando la crisi sembrava superata e i prestiti interbancari sulla via della ripresa. Nel corso del 2010 e 2011, e poi in maniera brusca nella prima metà del 2012, i saldi si riallargano in maniera drammatica per ricominciare a rientrare dalla seconda metà del 2012. L'evento spartiacque sono le famose dichiarazioni di Draghi del 28 luglio 2012.

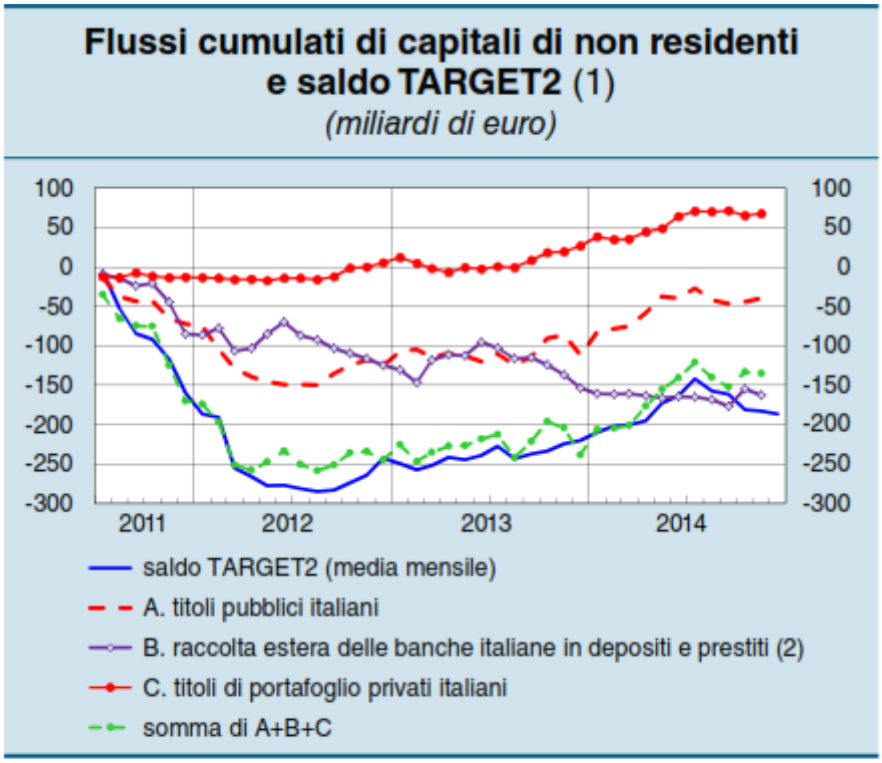
25 Si rammenti che il rifinanziamento è decentrato presso le BCN che compongono l'Eurosistema. Questo è un fatto meramente tecnico-organizzativo. Le riserve create dalle BCN a favore delle banche commerciali sono una passività che, al pari delle corrispondenti attività, vale a dire i titoli ottenuti dalle banche come collaterale, entrano nel bilancio dell'Eurosistema.

26 Si supponga una banca con 100 milioni di depositi e 1 milione di riserve. A fronte di un ritiro di 1 milione di euro, la banca perde le sue riserve. A parte il mancato rispetto della riserva obbligatoria, essa non potrebbe più far fronte a un successivo ritiro di un altro milione di euro. Per questa ragione, non essendo in grado di ricevere nuovi prestiti interbancari, essa deve ricorrere al rifinanziamento dall'Eurosistema. Questo ogni qualvolta perde depositi. Questo evita alla banca di tagliare la concessione di nuovi prestiti o il non rinnovo di quelli in scadenza (per ridurre l'ammontare di depositi) o una svendita di titoli in suo possesso per rastrellare liquidità, svendita (*fire sales*) perché in una fase di crisi il mercato non è probabilmente dei migliori visto che altri staranno ricorrendo alla stessa misura.



Fonte: Cour-Thimann (2013)

- Figura 1 –



(1) Dati mensili. Saldo della Banca d'Italia nei confronti della BCE sul sistema di pagamenti TARGET2, media mensile; per le altre variabili, flussi di capitali dei non residenti, cumulati a partire da luglio 2011. – (2) Inclusa la raccolta intermediata da controparti centrali residenti.

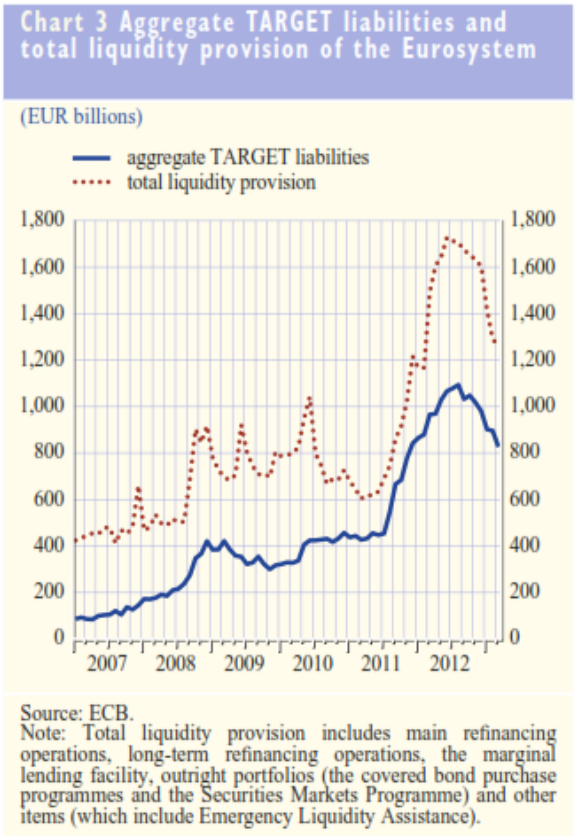
Fonte: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2015-1/boleco_1_2015.pdf

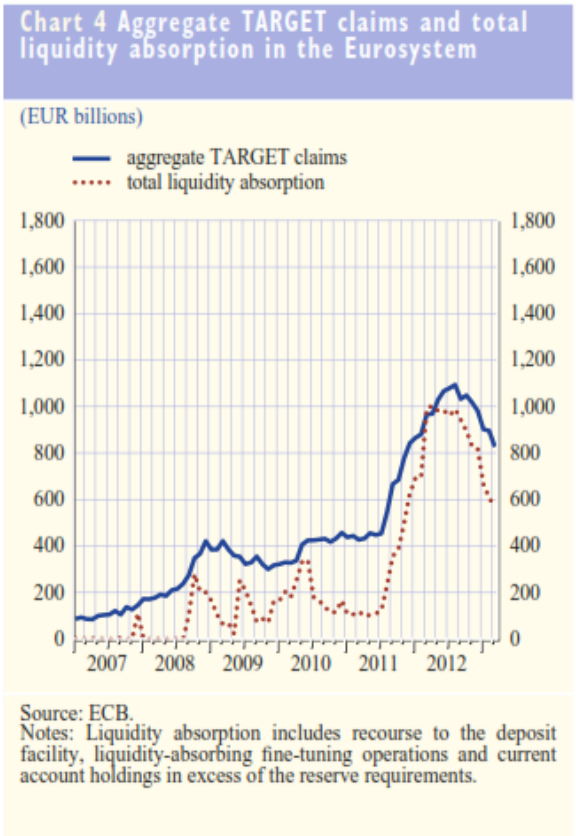
1.1. Figura 2 -

La figura 2 mostra l'evoluzione del saldo Target 2 per l'Italia e dei suoi determinanti fondamentali.[27] Si vede come dal luglio 2011 a metà 2012 gli investimenti esteri in titoli

27 La figura funziona così. Essa comincia con i flussi netti del luglio 2011 quando, per esempio, gli investimenti stranieri in titoli privati italiani diminuirono di 12,2 miliardi di euro, i depositi e prestiti raccolti dalle banche italiane decrebbero di 9,3 miliardi e gli investimenti stranieri in titoli pubblici calarono di 13,9 miliardi, per un complesso (A+B+C) di 35,4 miliardi. Nell'agosto 2011 queste tre voci ebbero di nuovo tutte un segno negativo (cioè minori investimenti esteri) per cui cumulando i valori negativi di luglio e agosto le tre grandezze risultarono -13,9, -14,2 e -37,4 per un totale di 65,5. E così via per i mesi successivi. Naturalmente il saldo complessivo diminuisce nei mesi in cui gli investimenti esteri aumentano, cioè riaffluiscono capitali. Il saldo Target 2 non è un risultato automatico del saldo complessivo (per esempio per errori od omissioni nei dati), ma è in gran parte spiegato da queste voci.

pubblici italiani siano diminuiti di circa 150 miliardi (per darci un ordine di grandezza lo stock di titoli di Stato detenuti da non residenti scende da 700 a 600 miliardi di euro su uno stock di debito pubblico di circa due mila miliardi), mentre un andamento grosso modo analogo ha anche la raccolta estera delle banche. In sostanza il flusso cumulato negativo dei capitali esteri prestati a Stato e banche ben spiega l'andamento di Target 2. Da settembre 2012 i flussi verso i titoli pubblici ritornano positivi, mentre continua il deflusso dei prestiti esteri alle banche italiane. Nonostante quest'ultimo dato, la ripresa dei prestiti esteri allo Stato e un afflusso di capitali esteri verso i titoli privati ha determinato un miglioramento del saldo (negativo) Target 2.
Quindi a spiegare l'andamento del saldo Target 2 contribuisce sia il deflusso dei prestiti a banche e Stato (fig. 6) che il coevo rifinanziamento delle banche (a sua volta utilizzato in buona misura per rifinanziare lo Stato), come evidenziato dal lato sinistro della figura 3 che mostra come la creazione di liquidità da parte dell'Eurosistema abbia un andamento simile a quello delle passività Target 2. Simmetricamente il lato destro della figura mostra come quella liquidità abbia consentito il rimpatrio di capitali finendo depositata nei conti correnti presso l'Eurosistema detenuti dalla banche dei paesi core.





Fonte: http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201305en.pdf

1.2. Figura 3 –

La controversia su Target 2 (2011-2012)

Riflettiamo ora sulla differenza con quanto sarebbe accaduto con monete nazionali. Tipicamente, un paese emergente con un debito estero netto (tecnicamente con una posizione netta sull'estero negativa) *denominato in una moneta straniera*, di norma in dollari, frutto di passati disavanzi delle partite correnti,[28] a fronte del rifiuto degli investitori stranieri di continuare a finanziare nuovi disavanzi e rinnovare il debito preesistente, e impossibilitato a restituire il debito dati i limiti delle riserve ufficiali, avrebbe dovuto dichiarare default, vale a dire l'impossibilità di restituire il debito in scadenza e pagare gli interessi. Normalmente a ciò sarebbe seguito l'intervento del FMI che, attraverso prestiti, avrebbe reso possibili quei pagamenti – mettendo al sicuro le banche straniere creditrici. Il FMI avrebbe inoltre avviato un processo di ristrutturazione del debito, in sostanza di allungamento delle scadenze, condizionando il tutto a politiche di restrizione fiscale da parte del paese volte a realizzare un avanzo di partite correnti sì da ottenere un introito netto di dollari con cui servire il debito ristrutturato. Una svalutazione della divisa nazionale avrebbe tuttavia ammorbidito la durezza delle politiche imposte.

Rispetto alle classiche crisi di bilancia dei pagamenti come ne abbiamo conosciute decine nei paesi emergenti, il combinato disposto di Target 2 (che permette un ordinato rimpatrio dei prestiti internazionali) e delle operazioni di rifinanziamento (che non fanno mancare alle banche periferiche la liquidità con cui soddisfare quel rientro e rispettare la riserva obbligatoria) muta radicalmente il quadro in una maniera che assomiglia molto alla famosa proposta Keynesiana di una *Currency Clearing Union*, in cui la *Clearing Union* ricicla il surplus di liquidità dei paesi in avanzo di partite correnti a favore di quelli in disavanzo (Cesaratto 2013b, 2015; Lavoie 2015).[29] Con una differenza però. Nella proposta di Keynes i paesi in disavanzo commerciale dovevano sì cercare di ripristinare l'equilibrio - sebbene il riciclo della liquidità avrebbe fatto guadagnare tempo e impedito drastiche restrizioni della domanda interna con repentini aumenti della disoccupazione - ma sarebbero stati agevolati in questo da politiche espansive dei paesi in avanzo e da un eventuale riallineamento dei cambi. In Europa sembra che solo la prima misura, la restrizione, sia stata intrapresa - l'ultima è impossibile per definizione, un'espansione tedesca impedita dal modello mercantilista tedesco (Cesaratto e Stirati 2011).[30]

---

28 Il disavanzo delle partite correnti è frutto sia di saldi commerciali negativi che del pagamento degli interessi sul debito che matura in seguito ai disavanzi.

29 In maniera analoga il Directorate General for Economic and Financial Affairs della Commissione Europea si riferisce ai "TARGET2 balances being the equivalent of foreign currency reserves. However, unlike reserves, and although TARGET2 flows are recorded as central bank transactions with the rest of the Eurosystem, they do not involve concrete transactions between the national central bank and a foreign central bank since the liquidity is provided at the national level" (EU 2015: 9).

30 I casi di Grecia, Portogallo e Irlanda che dal 2010 non poterono più rifinanziarsi a tassi ragionevoli, mostra il limite che del sostegno delle banche nazionali, rifinanziate

Su Target 2 si sono sviluppate due posizioni (si veda Cesaratto 2013b per una rassegna). La prima, propugnata da Sinn (2011), è che il combinato disposto di Target 2 e delle operazioni di rifinanziamento costituisca un salvataggio silenzioso dei paesi periferici che possono così evitare di riaggiustare gli equilibri esterni. La seconda posizione è che tutto questo si svolge all'interno di regole preesistenti volte ad assicurare il buon funzionamento dell'unione monetaria, ovvero la possibilità di trasferire liberamente depositi fra un paese e l'altro, e il riapprovvigionamento da parte della banca centrale di riserve alle banche che ne fossero a corto.
Un'ottima economista della BCE, Philippine Cour-Thimann (2013) ha in un certo senso dato ragione ad entrambe le posizioni. Citiamo alcuni passaggi di un suo saggio commentando in corsivo alcuni passaggi:

> "With the financial and sovereign debt crisis, private foreign investors were no longer willing to roll over the financing of the cumulated current account deficits. Foreign and domestic residents also tended to withdraw their investments and deposits from those countries. The monetary authority, as a consequence of the ECB's decisions to accommodate the liquidity needs of solvent banks in dysfunctional markets, took on a major intermediation function.
> The emergence of Target balances within the euro area countries' balances of payments can be interpreted as the monetary authority having largely substituted for private money flows in the financing of the cumulated current account deficits of certain countries or beyond, when financial inflows reversed direction as in the case of Ireland." (ibid: 23)

La Thimann afferma in sostanza che con il crollo dei crediti infra-eurozona è l'Eurosistema a intermediare i prestiti: I capitali ritirati via Target 2 sono depositati presso le banche centrali nazionali dei paesi core, dunque presso succursali dell'Eurosistema; e il medesimo Eurosistema li ripresta alle banche commerciali dei paesi *periferici attraverso la concessione di liquidità da parte delle banche centrali nazionali dei paesi periferici (si veda al riguardo una precisazione nel box più avanti).*[31]

---

dall'Eurosistema, ai debiti sovrani. Le banche nazionali sono infatti indebitate verso l'Eurosistema in euro e sono dunque soggette, nell'acquistare titoli del debito pubblico nazionali, al rischio di ridenominazione trattato più avanti per cui domanderanno un tasso di interesse che le copra da questo rischio.

31 Vedi anche Coeur-Thimann e Winkler (2013: 32): "asymmetric recourse to the Eurosystem's non-standard measures and, in particular, the concentration in the distribution of central bank liquidity to banking systems in countries under stress (…), compensated for a retrenchment of private cross-border financing, *de facto* intermediating liquidity flows inside the euro area via the Eurosystem balance sheet."

> "Thus, the liabilities of originally private debtors in bilateral relationships reflected in the countries' positive cumulated financial accounts have been replaced by the Target liabilities of their central banks. Similarly, the claims of private creditors have been replaced by the Target claims of their central banks.
> Given that the Target balance is a claim or a liability *vis-à-vis* the ECB, this means that the ECB through its increased intermediation function largely substituted for the bilateral claims and liabilities contracted in the first place between, essentially, private agents, and associated in particular with the countries' cumulated current account balances." (ibid: 23).
>
> …
>
> "Without the Eurosystem accommodating the liquidity needs of solvent banks in countries under strain – and in absence of the possibility for exchange rate realignments within a monetary union – disorderly adjustments may have arisen, with adverse implications for the economies, as well as for price stability in the euro area as a whole." (ibid: 24)

Se dunque la banca centrale non l'avesse fatto, ciò avrebbe dato luogo ad aggiustamenti dolorosi.

> …
>
> "Eurosystem liquidity support as reflected in the associated Target balances – and this is one of the hypotheses of this paper – has helped to smooth the balance of payments adjustments in EMU.
> Target balances are not a separate mechanism. The Eurosystem liquidity support was given to the normal counterparties in central bank operations, namely banks, to support their liquidity position.In no way was there any aim to provide funds to finance current account imbalances – these are all indirect effects of a monetary policy aimed at maintaining price stability in the euro area." (ibid: 23)

Il passo che indico in corsivo è decisive: la Thimann ammette che l'effetto indiretto della politica monetaria è stato quello di "finanziare gli squilibri delle partite correnti", raccogliendo sia il punto di Sinn dello stealth bail-out, che quello dell'esistenza di meccanismi monetari automatici o dovuti.

> …
>
> "At the same time, while the resulting stabilisation *via* Target balances offset the sudden lack of private financial flows, the Eurosystem intermediation did not foster a rebalancing in the balance of payments alone. This stabilizing action gave time for policymakers to address the underlying causes of the imbalances – the question is whether this time is being used effectively." (ibid: 24)

Evidentemente l'azione della BCE non poteva condurre all'aggiustamento degli squilibri esterni, ma solo a dar tempo perché questi squilibri venissero risolti dalla

politica economica; questa ha agito, come già detto, nella direzione unilaterale consistente dell'imposizione di misure restrittive ai paesi periferici.[32]

La mia interpretazione di Target 2 e della crisi dell'Eurozona è stata in parte criticata da Marc Lavoie (2015), un prominente economista eterodosso, a cui ho risposto in Cesaratto (2015) (si veda il box in fondo a questa lezione).

BOX: Emergency Liquidity Assistance

A scanso di equivoci, quando sopra affermavo che è il medesimo Eurosistema che ripresta i fondi parcheggiati presso le banche centrali nazionali dei paesi core alle banche commerciali dei paesi periferici attraverso la concessione di liquidità da parte delle banche centrali nazionali dei paesi periferici, mi riferivo al fatto che le operazioni di rifinanziamento (MRO e LTRO, v. lezione 1 e nota 4 sopra) sono tecnicamente decentrate presso le banche centrali nazionali. I criteri con cui le banche commerciali possono accedere alla liquidità (tassi, durata rifinanziamento, collaterale accettato) sono però decisi in maniera uniforme dall'Eurosistema che anche si assume il rischio solidale delle operazioni. Il ruolo delle banche centrali nazionali è invece meno tecnico (da branca operativa) ma più sostanziale nelle operazioni di *Emergency Liquidity Assistence* (ELA). In questo caso la banca centrale nazionale pur agendo caso per caso previa autorizzazione della BCE, si assume il rischio dell'operazione.[33] Le operazioni sub ELA non entrano infatti nel bilancio dell'Eurosistema, ma solo in quello della banca centrale nazionale che le ha condotte. L'ELA è diventata nota al pubblico all'inizio del febbraio 2015 quando la BCE sospese le operazioni di rifinanziamento a favore delle banche greche non potendo più accettare titoli del debito sovrano greco come collaterale in quanto essi non rispettavano più almeno uno dei due criteri posti da Francoforte. I criteri sono: una valutazione minimamente positiva da almeno una delle principali agenzie di rating (non rispettata da Atene) o essere in un programma di risanamento concordato con la Troika (UE, BCE, FMI), programma appena ripudiato dal nuovo governo Tsipras. Non potendo far tuttavia fallire le banche greche, che da mesi stavano subendo una fuga di capitali, la BCE incrementò l'ammontare di liquidità che la Banca di Grecia poteva concedere attraverso l'ELA da 60 a 65 miliardi di euro (una decisione soggetta a successiva verifica periodica). Da osservare che, tuttavia, il ricorso all'ELA è assai più costoso per le banche, 1,55% contro 0,05% delle operazioni di rifinanziamento principali. In verità di ELA si era già molto parlato per il grande utilizzo che ne fece l'Irlanda al culmine della sua crisi nel 2011 (si veda http://www.skadden.com/insights/restructuring-ela-liabilities-lessons-ireland)

32 Misure di bilancio pubblico restrittive fanno diminuire il reddito nazionale e le importazioni, e per questa via conducono agli avanzi di partite correnti necessari per la restituzione del debito estero.

33 Il rischio delle normali operazioni di rifinanziamento è invece in solido di tutte le banche centrali nazionali pro quota a seconda della partecipazione al capitale della BCE.

Spread e redenomination risk[34]

Ma questa non è tutta la storia. Le uscite di capitali che si sono verificate in Spagna e Italia, in maniera più massiccia dal 2011, hanno riguardato sia prestiti alle banche che agli Stati (questo sembra riguardare soprattutto l'Italia).[35] Allora la faccenda si complica nel senso che non è difficile intuire che una parte cospicua dei fondi di cui le banche si sono approvvigionate siano stati utilizzati per rimpiazzare gli investitori stranieri nell'acquisto di titoli pubblici. Vista nel suo complesso le vicende del 2011 sarebbero dunque più o meno in questi termini. Nel 2011 la crisi contagia i debiti sovrani di Italia e Spagna.[36] La prima aveva un rapporto debito/Pil elevato già prima della crisi. La

---

[34] Su linee simili si veda Minenna (2014).

35 La Grecia dalla primavera 2010, Irlanda e Portogallo alla fine del medesimo anno erano già fuori dai mercati finanziari, cioè impossibilitati a rifinanziare il debito pubblico a tassi ragionevoli ricorrendo ai mercati. Il loro default fu impedito dall'intervento dei paesi europei, con prestiti bilaterali (nel caso greco) e dello *European Financial Stability Facility* (per tutti e tre i paesi), e del FMI. *Ca va sans dire* che il salvataggio avvantaggiò fondamentalmente le banche prestatrici, particolarmente quelle tedesche e francesi (queste ultime in genere intermediarie di fondi tedeschi), che poterono recuperare buona parte dei crediti.

36 La spiegazione prevalente del contagio è nella famosa passeggiata di Merkel e Sarkozy a Deauville nell'ottobre 2010 quando, su insistenza tedesca, essi concordano il "private sector involvement" (PSI) nell'eventuale salvataggio dei paesi periferici, cioè la partecipazione dei privati alle perdite dovute alla ristrutturazione dei debiti sovrani. Tale principio ebbe effettiva applicazione nella ristrutturazione del debito greco nel marzo 2012 (ma a quel punto le banche tedesche e francesi avevano già riottenuto i capitali investiti e vittima del PSI furono principalmente le banche greche). Comunque sia, gli investitori privati persero la sicurezza di un salvataggio pubblico europeo degli Stati in difficoltà e ciò comportò una crisi di sfiducia verso i titoli italiani e spagnoli, in assenza di un sostegno fermo da parte della BCE. Così Orphanides (2013):

"Whenever a euro area member state faced liquidity pressures (not necessarily solvency concerns), the imposition of losses on private creditors would be demanded before euro area governments agreed to provide any temporary assistance. Message to potential investors: Euro area sovereign debt should no longer be considered a safe asset with the implicit promise that it would be repaid in full. The introduction of credit risk in euro area sovereign debt raised the cost of financing for euro area governments perceived to be relatively weak. The first casualty was Ireland that lost access to markets within a few weeks. Portugal followed a few months later. The PSI doctrine also generated the adverse feedback loop between sovereigns and banks that has been driving weakness in the periphery since then. Although it was a blunder for the euro area as a whole, the PSI doctrine proved beneficial to Germany, suggesting an adversarial approach to the crisis was taking hold among the member states."

Questo avvalora la tesi di chi sostiene che la crisi dei debiti sovrani sia stata in realtà dovuta a una cattiva gestione della situazione da parte della politica economica europea e in particolare agli impedimenti frapposi a un sostegno della BCE ai debiti sovrani. Ciò

seconda l'ha invece visto crescere per effetto della crisi, dunque sia per il venir meno delle forti entrate fiscali dovute all'elevata crescita pre-crisi guidata dalla bolla edilizia, che per gli aiuti al sistema bancario gravato dalle conseguenze dell'esplosione della bolla. La crisi di fiducia sulla solvibilità dei due stati, con un debito denominato in una moneta straniera (l'euro), determinò un aumento dei tassi di interesse sui titoli sovrani di questo paesi, aumento misurato dal differenziale fra i tassi sui titoli decennali da loro emessi rispetto al titolo decennale tedesco, i famosi spread. In un processo che si autoalimenta, l'aumento dei differenziali segnala il pericolo che questi paesi siano costretti a uscire dai mercati finanziari a fronte di tassi troppo elevati (che renderebbero esplosivo il rapporto debito/Pil) e siano perciò costretti a ritornare all'emissione della propria valuta e alla ridenominazione del proprio debito in questa valuta al fine di poter far fronte ai pagamenti. Ridenominato il debito e con una propria banca di emissione, gli Stati sarebbero in grado di restituire il valore nominale del debito in scadenza e far fronte ai pagamenti correnti (interessi sul debito, stipendi, pensioni ecc.). Gli investitori stranieri temono tuttavia la ridenominazione in quanto si troverebbero in mano dei titoli che, con un probabile deprezzamento del cambio estero della nuova valuta di denominazione, perderebbero valore rispetto alle divise estere (se per esempio un investitore avesse acquistato un titolo italiano al valore nominale di 100 euro, questo fosse ridenominato in nuove lire (n£) sì da avere un nuovo valore nominale di 100n£, e la n£ rapidamente si deprezzasse rispetto all'€ sì da valere 1n£ = 0,7€, il valore del titoli in euro sarebbe 0,7€ con una perdita del 30% per l'investitore. Gli spread misurano dunque il classico *rischio di svalutazione* (depreciation risk) che nel caso specifico coincide con il *rischio di ridenominazione* del debito in una nuova valuta nazionale, o *convertibility risk* come lo definì Draghi. I prestito LTRO a tre anni divennero dunque funzionali a una sostituzione delle banche nazionali in luogo degli investitori stranieri nel sostegno dei debiti pubblici nazionali. L'intervento delle banche nazionali divenne anche la precondizione per cui i Tesori nazionali furono in grado di restituire i debiti pubblici in scadenza.[37] A ben vedere, dunque, l'operazione LTRO a tre anni fu anche

---

è certamente vero, ma ciò non toglie che la crisi europea si riduca a questo (v. box in fondo).

Secondo Ashoka Mody (2014), Deauville ebbe un effetto irrilevante sugli spread. La causa del loro aumento sarebbe invece stato negli aiuti europei agli Stati in difficoltà e nei programmi di aggiustamento che li accompagnarono. Gli investitori privati furono automaticamente relegati in una posizione subordinata ai prestatori ufficiali nel caso di un possibile default disordinato di questi paesi, e questo accrebbe la rischiosità dei crediti. Secondo Winkler (2014), invece, Deauville determinò l'uscita dell'Irlanda dal mercato finanziario.

37 Supponiamo che una consistente tranche di titoli pubblici venga a scadenza, come accade settimanalmente in un paese ad alto debito come l'Italia. In tempi normali ciò che accade è un *roll-over* del debito, in pratica l'investitore accetta titoli nuovi in cambio dei vecchi. Ma se l'investitore si vuole riportare i quattrini a casa, uno Stato privo di una banca centrale e con un debito denominato in una moneta straniera deve

una maniera surrettizia con cui la BCE sostenne i debiti sovrani di Italia e Spagna.[38] Piuttosto che intervenire direttamente, come aveva timidamente fatto con il SMP, la BCE intervenne invece indirettamente, lasciando alle banche la scelta su quali titoli acquistare (pubblici o privati) e nei fatti offrendo loro l'opportunità di un *carry-trade*[39] sui titoli pubblici. Nei fatti, dunque, sebbene così condotta l'operazione LTRO consente agli Stati di rifinanziarsi e agli investitori stranieri di recuperare i capitali che riporteranno celermente in patria (via Target 2), il rifinanziamento per gli Stati avviene a tassi assai alti mentre le banche lucrano la differenza fra il tasso sulle LTRO (molto basso) e quello sui titoli sovrani (ben più alto). Quello che due eminenti economisti della BCE chiamano un "outsourcing" del sostegno ai titoli pubblici al sistema bancario - in luogo dell'impegno diretto all'acquisto da parte della banca centrale come nel *Quantitative Easing* americano – contenne, ma non ridusse gli spread.[40] In tal modo si manteneva una pressione sui paesi periferici riducendo la presunta possibilità di moral hazard (Cour-Thimann e Winkler, 2013: 39-40).[41]

---

rapidamente trovare un nuovo compratore allo scopo di restituire i soldi dovuti. Ecco che con l'operazione LTRO a tre anni tale soccorso viene prestato dalle banche nazionali le quali hanno potuto nel frattempo provvidenzialmente approvvigionarsi di liquidità presso la BCE.

38 In buona misura questo era vero anche per le precedenti misure di rifinanziamento illimitato delle banche a un tasso fisso adottate con l'"enhanced credit support".

39 Cioè di indebitarsi a tassi bassi per investire in titoli con un più alto rendimento.

40 Si mantenne la pressione riducendo gli spread soprattutto sui titoli a più breve scadenza – com'è evidente poiché i fondi LTRO erano a tre anni – ma solo contenendo quelli più a lungo termine, impedendo dunque che i governi potessero ottenere condizioni più vantaggiose sui prestiti a più lunga scadenza scoraggiando così le misure di "risanamento". La riduzione degli spread non poteva che essere contenuta in quanto le banche che si sono avvalse di fondi LTRO per sostenere i propri debiti sovrani nazionali si approvvigionavano in euro, per cui anch'esse avevano la necessità di una copertura dal *redenomination risk*.

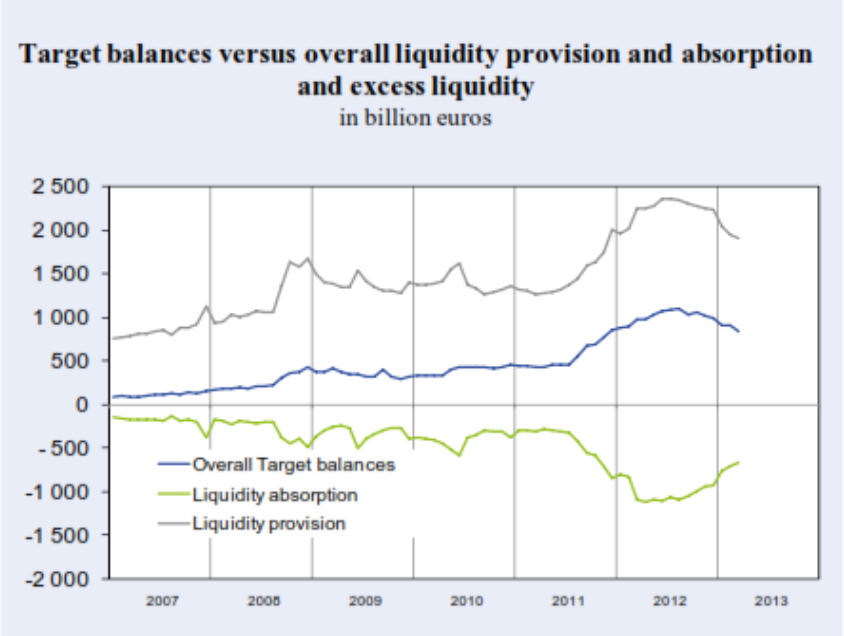
41 Al riguardo, il giudizio di Artus (2014), che usa il termine "subcontracting", ci sembra pertinente:

"The crisis that started in 2008 forced central banks to intervene in government bond markets to drive down long-term interest rates. The main difference between the United States and the euro zone is that the Federal Reserve has been buying Treasuries directly, while the ECB has "subcontracted" the government bond purchases to banks by largely refusing to book government bonds in its balance sheet. This results from the ECB's quite firm rejection of the idea that a central bank should finance fiscal deficits and accumulate risky assets, and its refusal to take the risk of irreversibility linked to purchases of securities compared with repos. To assess these two monetary policy approaches we must answer the following question: what is more dangerous: that the central bank or commercial banks accumulate huge portfolios of government bonds? We believe it is more dangerous when banks hold these portfolios, and, accordingly, that the Federal Reserve's practice is less dangerous than that of the ECB".

Il rimpatrio dei capitali e l'operazione LTRO a tre anni portano dunque a quella che è stata definita come una balcanizzazione dei mercati finanziari. Nei fatti erano le banche nazionali italiane e spagnole ad accedere ai fondi LTRO per sostenere i debiti sovrani del rispettivo paese di appartenenza. Perché l'han fatto? Si tende a escludere una *moral suasion* da parte dei governi nazionali a favore dell'aspettativa di un guadagno netto assai utile a fronte delle perdite attese dai crediti in sofferenza (Angeloni et al, 2014). Il risultato fu una rinazionalizzazione dei debiti pubblici italiano e spagnolo (Menichelli, senza data), che è però solo apparente. Alla luce di quanto sopra argomentato, i capitali esteri privati ritirati dai debiti sovrani periferici e depositati da ultimo presso le banche centrali nazionali dei paesi core sono stati *nei fatti* (dunque in pratica, se non in teoria) intermediati dall'Eurosistema via LTRO a favore delle banche periferiche che li hanno impiegati nel rifinanziamento dei titoli sovrani (ciò che ha anche permesso agli investitori stranieri di poter recuperare le somme investite). Il debito netto con l'estero di Italia o Spagna non è però mutato, nel senso che al debito privato si sono sostituiti dei debiti "ufficiali" la cui dimensione precisa è data dai saldi negativi Target 2 (e specularmente, sebbene più approssimativamente, dal ricorso del sistema bancario dei due paesi al rifinanziamento dell'Eurosistema).

Se si osserva la figura 4, ciò che si nota in particolare è che della liquidità provvista dall'Eurosistema (liquidity provision) – che è superiore alle necessità di rifinanziare le banche soggette a rimpatrio dei capitali sebbene chiaramente cresca all'aumentare dei rimpatri quale si riflette nell'andamento dei saldi Target 2 – la parte ridepositata presso l'Eurosistema (liquidity absorption) coincide molto bene con l'andamento dei saldi Target 2.

In sostanza l'affidamento del sostegno dei debiti sovrani alle banche commerciali dei paesi in difficoltà avrebbe fomentato il famoso "doom loop" fra crisi bancarie e crisi sovrane.



Fonte: Thimann (2013) http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocBase_Content/ZS/ZS-CESifo_Forum/zs-for-2013/Forum-Sonderheft-Apr-2013.pdf

1.3.Figura 4 -

La figura 5 mostra lo stato patrimoniale dell'Eurosistema nei giorni della sua massima espansione.

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di €, 2 marzo 2012)

Attività	*Passività*
Fattori autonomi dal lato attività 1013 (principalmente canale estero)	**Fattori autonomi dal lato passività** 1283 (principalmente banconote)
Operazioni di politica monetaria MRO 29 LTRO 1100 CBPP + SMP 284 Finanziamento marginale 1	**Operazioni di politica monetaria** Riserve 91 Riassorbimento SMP 220 Deposito marginale 871
Totale 2468	Totale 2468

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

- Figura 5 –

Si osservano vari fatti. A confronto col settembre 2011 (figura 4 della lezione 2), la richiesta di rifinaziamento (MRO + LTRO) più che raddoppia, mutando la propria composizione con le MRO che si contraggono fortemente rispetto alle LTRO (risultato dell'operazione VLTRO, si rammenti "V" sta per "*very* long term…"). Il ricorso al deposito marginale quadruplica, per le ragioni sopra esposte. Si dimezza la domanda di riserve per l'abbattimento del coefficiente di riserva obbligatoria dal 2% all'1%.

2012: L'anno dei Draghi (OMT)

L'operazione LTRO a tre anni serve a guadagnare tempo, ma non muta la crisi di fiducia nei debiti sovrani di Italia e Spagna. Nel luglio 2012 si fa più seria la possibilità che Spagna e Italia possano incorrere in tassi di interesse proibitivi ed essere costrette a ridenominare il proprio debito sovrano in una loro nuova moneta di emissione. Dopo la famosa dichiarazione di Draghi del 28 luglio 2012, il 2 agosto la BCE annunciò, formalizzandola il 6 settembre, la ripresa *potenziale* degli acquisti di titoli pubblici già effettuata nel 2010 e poi nel 2011 con il SMP, ma questa volta su una scala potenzialmente illimitata.[42] L'acquisto di titoli nel mercato è fra le operazioni previste

42 Nel giugno 2012 c'è una seconda famosa dichiarazione europea, quella che annunciava una solida e solidale Unione Bancaria. Per dare un senso a questa dichiarazione, si può in sintesi ricordare come negli Stati Uniti le crisi bancarie che hanno luogo in singoli membri dell'Unione sono risolte con un intervento, anche finanziario, federale. Si evita così che i singoli Stati, privi come quelli europei di una propria banca centrale, si carichino del salvataggio delle banche creando ciò che è stato

nell'armamentario della BCE e va sotto il nome di *Outright Market Transactions* (OMT), e sotto questa denominazione tale nuova misura non-convenzionale - cioè che non rientra fra quelle normalmente impiegate dalla BCE sebbene prevista - viene da allora ricordata. La giustificazione ufficiale per l'OMT rimane sempre quella dell'assicurare la trasmissione della politica monetaria, ma questa volta l'obiettivo di impedire una crisi dei debiti sovrani è più palese, se non proprio apertamente dichiarata. A differenze del SMP i cui acquisiti erano deliberatamente limitati, la dimensione potenzialmente illimitata dell'OMT e il timore – probabilmente soprattutto tedesco - che sulla scorta di questo intervento i paesi problematici potessero dismettere le politiche di aggiustamento fiscale,[43] fa accompagnare un possibile intervento della BCE a una forte condizionalità, vale a dire l'ingresso del paese in oggetto in un programma di sostegno europeo sub ESM.[44] In tal modo l'intervento della BCE viene subordinato a un coevo sostegno fiscale degli altri paesi europei e alla cessione della sovranità fiscale del paese soccorso – la violazione del memorandum di aggiustamento comporterebbe infatti l'interruzione del programma OMT.

L'OMT appare dunque piuttosto farraginoso nella tempistica – un intervento della BCE è subordinato a trattative fra il paese e la Commissione europea – e potrebbe essere interrotto se, come probabile, le misure di aggiustamento fiscale si rivelassero inutili o insostenibili, interruzione che condurrebbe all'esito fatale dell'uscita del paese dalla moneta unica, proprio ciò che si voleva scongiurare. Pende inoltre sull'OMT il ricorso

---

definito come un "abbraccio mortale" (doom loop) fra banche e Stati. Così il vertice europeo del 29 giugno 2012 solennemente affermò: "We affirm that it is imperative to break the vicious circle between banks and sovereigns". La *banking union* europea che ha preso definitivamente forma nel 2014 è tuttavia ben diversa da quella Americana. Si limita infatti a unificare, e neppure completamente, la supervisione degli istituti di credito, compito affidato alla BCE. Il meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie e fondamentalmente basato sul "bail-in", vale a dire sul far ricadere le perdite sugli azionisti e sui creditori più facoltosi delle banche in difficoltà. Un soccorso europeo (bail-out), via il fondo europeo ESM (European Stability Mechanism), è previsto solo una volta che il settore privato abbia sopportato una parte notevole di perdite. L'assicurazione per i piccoli depositi (sino a 100 mila euro) è assicurata da un fondo assicurativo che verrà costituto dalle banche europee nei prossimi anni. Due semplici letture consigliabili sono: Nolan (2013) e Gros (2013).

43 Politiche fiscali del tutto controproducenti, naturalmente.

44 Lo *European Financial Stability Facility* (EFSF) creato dai paesi dell'UE nel maggio 2010 è intervenuto con prestiti a Portogallo, Irlanda e Grecia. Lo *European Stability Mechanism* (ESM) istituito nell'ottobre 2012 ha sostituito l'EFSF nei successivi interventi (sostegno alle banche spagnole nel 2012 e a Cipro nel 2013). Ambedue i fondi si finanziano nel mercato con la garanzia dei Paesi europei. Nel caso dell'ESM questi i paesi apportano anche una dotazione di capitale.

intentato in Germania presso la Corte Costituzionale tedesca contro l'OMT, che violerebbe il principio che la BCE non debba finanziare i debiti sovrani; com'è noto, la Corte di Karlsruhe ha rimandato una decisione finale alla Corte di Giustizia Europea. Questa ha espresso un parere provvisorio nel gennaio 2015 piuttosto favorevole alla BCE.

Pur con questi limiti, che fanno pensare che l'OMT sia in parte un bluff, esso è stato certamente efficace nel ridurre i tassi di interesse a lungo termine per Spagna e Italia a livelli più sostenibili. Quale fosse questo livello, uno studio della Banca d'Italia (De Cesare et al. 2012) tempestivamente pubblicato il 4 settembre 2012 si incaricò di calcolarlo per l'Italia: 200 punti. Questo, naturalmente, risultante da una valutazione del rischio-sovrano sulla base di "fondamentali" macroeconomici e fiscali. Si mancava di indicare che il rischio sovrano lo fa la banca centrale medesima che può o meno sostenere i titoli governativi. In effetti la discesa degli spread verso quella quota e anche oltre si è manifestata, incoraggiata sia dall'abbondante liquidità posta a disposizione dal QE americano che, nel 2014, dall'attesa di un QE europeo (lezione 4). Il fatto che gli spread siano (per ora) caduti ben oltre i 200 punti di per sé mostra quanto lo studio della Banca d'Italia fosse poco fondato dato che alcuni "fondamentali" sono in questi due anni peggiorati e che, dunque, non vi fosse un livello oggettivo per gli spread. Lo spread dipende da ciò in cui i mercati ritengono di dover credere – molto soggettivamente e spesso poco oggettivamente – e da quello che la Banca Centrale ritiene di far loro credere. Se la BCE avesse indicato in 50 punti base lo spread da essa considerato di equilibrio, i mercati l'avrebbero seguita. Ma questo avrebbe esposto la BCE alla solita accusa di fomentare il *moral hazard* nei paesi periferici.

Un effetto dell'OMT è stata la ripresa dei prestiti interbancari con la restituzione anticipata dei fondi LTRO durante il 2013 e 2014. La figura 6 relativa all'ottobre 2013 mostra il quasi dimezzamento dei rifinanziamenti LTRO. Corrispondentemente v'è il crollo dei fondi depositati nella *deposit facility*, solo in misura ridotta compensato dall'aumento dei fondi detenuti dalle banche nel conto di riserva. Si rammenti infatti che dal 5 luglio 2012 la *deposit facility* cominciò a rendere un tasso di interesse nullo, per cui cominciò a essere indifferente per le banche detenere l'eccesso di riserve nel conto di riserva o nel deposito marginale.

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di €, 18 ottobre 2013)

Attività	*Passività*
Fattori autonomi dal lato attività	**Fattori autonomi dal lato passività**
932	1426
(principalmente canale estero)	(principalmente banconote)
Operazioni di politica monetaria	**Operazioni di politica monetaria**
MRO	Riserve
91	269
LTRO	Riassorbimento SMP
658	188
CBPP + SMP	
247	Deposito marginale
Finanziamento marginale	46
0	
Totale	Totale
1929	1929

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

- *Figura 6 –*

Cosa abbiamo imparato?

In questa lezione abbiamo imparato come la BCE, in particolare attraverso l'operazione VLTRO lanciata nel dicembre 2011, abbia rifinanziato la perdita di liquidità dei paesi periferici che vedevano il rimpatrio attraverso Target 2 dei prestiti precedentemente ricevuti dai paesi "core". In pratica, la liquidità creata via VLTRO è stata utilizzata dalle banche commerciali periferiche per acquistare i titoli di Stato non più desiderati dagli investitori dei paesi "core". La liquidità creata a favore delle banche dei paesi periferici è così defluita verso i paesi "core" finendo depositata nei conti di riserva presso la BCE delle banche commerciali di quei paesi. Abbiamo accennato alle controversie su Target 2. Non riteniamo al fondo sbagliata la tesi di Sinn che nei fatti la BCE abbia riprestato attraverso le operazioni di rifinanziamento i fondi che gli investitori "core" ritiravano e depositavano, come ora ricordato, presso di essa. Senza questo rifinanziamento la crisi europea sarebbe esplosa come una classica crisi di bilancia dei pagamenti (e crisi del debito sovrano) una volta che i paesi periferici, a corto di liquidità, non avessero potuto più rimborsare i debiti a scadenza che i creditori non volevano più rifinanziare (Cesaratto 2013b, 2015). Nel marzo 2012 il bilancio della BCE (ma sarebbe più preciso dire dell'Eurosistema) raggiunse il suo massimo.[45] L'operazione VLTRO non fu però sufficiente a riportare la fiducia nella sostenibilità dei debito sovrani di Italia e Spagna che, nel luglio 2012, si trovarono sull'orlo dell'uscita dall'euro. Alla BCE non restò a quel punto che agire (finalmente) come prestatore di ultima istanza attraverso l'OMT, garantendo in maniera illimitata la sostenibilità dei debiti sovrani dei due grandi paesi mediterranei. L'OMT non incise direttamente sul bilancio della BCE, essendo rimasto una minaccia di intervento mai nei fatti attuata. Incise tuttavia indirettamente nel senso che dalla fine del 2012 sono ripresi i flussi di capitale verso i titoli sovrani periferici consentendo alle banche commerciali periferiche di alleggerire la propria posizione in questi titoli e cominciare a restituire i fondi LTRO. Questo determinò uno sgonfiamento del bilancio della BCE (e una contemporanea riduzione dei saldi Target 2). Nella prossima lezione vedremo come, tuttavia, le promesse di ripresa nel 2013 e poi nel 2014 non si siano avverate, anzi il fantasma della deflazione si è fatto più reale, inducendo la BCE a nuove misure sino al famoso *Quantitative Easing* adottato al principio del 2015

[45] E' chiaro da quanto detto come il gonfiamento delle riserve detenute dalle banche in eccesso degli obblighi di riserva, non fosse dovuto a questo punto solo a ragioni di cautela, ma al rimpatrio dei prestiti che i paesi core avevano concesso ai paesi periferici.

BOX Crisi, che crisi?

Ci si potrebbe domandare: ma se Target 2 ha evitato che la crisi dei paesi europei degenerasse in una classica crisi di bilancia dei pagamenti – quale si sviluppa quando i creditori smettono di prestare e anzi ritirano i propri capitali – mentre l'OMT ha riportato la fiducia nei creditori e drasticamente ridotto il rischio di ridenominazione e dunque gli spread, allora 1 + 1, la crisi europea poteva essere evitata da un più tempestivo e risoluto intervento della BCE a sostegno dei debiti sovrani. Alcuni autori (come Paul De Grauwe, Marc Lavoie o Randall Wray) giungono ad affermare che, anzi, neppure si deve parlare di crisi di bilancia dei pagamenti in una unione monetaria dotata, com'è normale, di un sistema come Target 2 (combinato a strumenti di rifinanziamento presso la banca centrale): unioni monetarie non possono soffrire di crisi di bilancia dei pagamenti. E se vi è stata crisi, questa è stata dovuta ai vincoli posti al mandato della BCE, impedita a intervenire risolutamente a riportare la fiducia sui debiti sovrani, e alle sciagurate politiche di austerità.

Per verificare quanto c'è di vero in questa posizione, facciamo un esperimento mentale. Supponiamo che, forti dell'analisi degli studiosi menzionati, gli Stati Uniti abbandonino il loro modello di unione monetaria in favore di un modello all'europea dotato, rispetto al modello esistente, di una banca centrale accomodante e non arcigna come la BCE. Un modello europeo significa che fra gli Stati americani non vi saranno più cospicui trasferimenti fiscali fra Stati più affluenti e Stati più poveri.[46] Poco male, tuttavia, in quanto forti di una banca federale impegnata a un sostegno "whatever it takes" ai debiti sovrani, i membri più poveri espanderanno i disavanzi pubblici in violazione di ogni eventuale patto di pareggio di bilancio. Dal canto loro, le banche periferiche, soprattutto se assecondate da una politica di bassi tassi di interesse della banca centrale, comincerebbero ad elargire crediti a buon mercato forti, se le cose buttassero male, di un sicuro *bail-out* da parte degli Stati periferici (a loro volta sicuri del *bail-out* della banca centrale). Tale politica si tradurrà in cospicui disavanzi e debiti esteri. Ma poco male. Anche se non affluissero prestiti privati dagli Stati più ricchi, i pagamenti potrebbero continuare ad essere effettuati via Target 2, mentre le banche si incaricherebbero di ricaricare di euro le riserve degli Stati poveri via i meccanismi di rifinanziamento. Le banche periferiche sosterebbero così i debiti sovrani dei propri Stati a bassi tassi in quanto fiduciose che quei debiti sono garantiti dalla banca centrale. Questo apparente regno del bengodi

[46] Questi trasferimenti consentono agli stati più poveri di finanziare i disavanzi commerciali verso gli stati più ricchi permettendo ai primi di "vivere al di sopra dei propri mezzi", come succede fra Calabria e Lombardia.

può andare incontro a due esiti.[47] Nel primo gli Stati ricchi direbbero a un certo punto "ora basta!" Imponendo alla banca centrale di smettere di rifinanziare gli Stati poveri (o perlomeno limitarsi)[48] e a questi ultimi di fare contrizione con misure di austerità che, attraverso saldi positivi di partite correnti, consentano loro di restituire il debito estero. In fondo, gli eventi come sin qui narrati in forma un po' esagerata non si discostano però tanto, mutatis mutandis, da quelli di Grecia, Spagna, Portogallo e Irlanda prima e dopo la crisi. Un secondo possibile esito è che dei partiti populisti vincano le elezioni nei paesi ricchi con un programma di emulazione dei paesi poveri, dunque cospicui disavanzi pubblici e credito a go go. Il risultato probabile è una forte inflazione e, si può supporre, indebitamento estero del complesso dell'unione monetaria.

E' dunque molto probabile che qualche economista di buon senso convincerà il Congresso americano a non abbandonare il modello corrente di unione monetaria americano, opportunamente definito "viable" da Barba & De Vivo (2013), a favore di un modello all'Europea - definito "flawed"- malamente emendato (la "terza via" di De Grauwe, Lavoie e Wray) che, come s'è visto, non funziona. La verità è che un'unione monetaria può sopravvivere solo se v'è una unione politica come suo fondamento, vale a dire la disponibilità dei membri più ricchi a sostenere quelli più disagiati attraverso un cospicuo bilancio federale e una banca centrale che sostiene la politica fiscale federale (mentre gli Stati locali sono votati al bilancio in pareggio). Naturalmente i membri più poveri, sostenuti dai trasferimenti fiscali, costituiranno un mercato per i membri più ricchi (ibid). Ma questo mercato sarà pur sempre sostenuto da *elargizioni* a fondo perduto da parte dei cittadini degli Stati benestanti. Questi ultimi ci penseranno dunque due volte ad aderire a un'unione politica che abbia queste conseguenze e che, infatti, in Europa non si farà MAI. Essi preferiranno *prestare* agli Stati più poveri, più che regalare, sebbene la storia insegni che l'esito dei prestiti sia spesso una crisi debitoria. Dunque? Allora in assenza di un afflato verso un'unione politica,

[47] Le cronache ci riferiscono l'autorevole spiegazione del Presidente Draghi a un summit europeo del febbraio 2015: "He explained to leaders what the difference is between a fixed-exchange-rate system and a euro union," said an official familiar with the talks. "He told them that in the long run, a construction with permanent debtor and permanent creditor countries is not sustainable." (http://www.wsj.com/articles/revisiting-the-big-plan-to-save-the-euro-1426197628?mod=WSJ_LatestHeadlines).

[48] Come ammette un economista MMT: "Nessuna banca centrale ha mai fatto la politica di QE usando i titoli degli stati sub-federali, o delle regioni, come invece sarà costretto a fare Draghi, il quale ovviamente non ha altra scelta, visto che gli Eurobonds non sono (per usare un eufemismo) tra le priorità dell'UE. Questo lascia aperto un contenzioso politico che inevitabilmente condizionerà la risposta dei mercati al QE europeo." (Terzi 2015)

meglio sarebbe stato che in Europa ciascuno si fosse tenuto la propria moneta, con accordi di stabilizzazione dei tassi di cambio, aggiustabili quando i "fondamentali" non li avessero più sorretti; prestando molta attenzione che i cambi fissi non si traducessero in uno stimolo a prestiti internazionali che culminano in crisi debitorie (Cesaratto 2012); emendando le asimmetrie del sistema monetario europeo (Vianello 2005). La tragedia è che il mercantilismo tedesco sarebbe stato un problema anche in quel contesto, ma aver cercato di limitarlo con la moneta unica è stato il classico salto dalla padella alla brace.

4. Lezione - 2013-2015: Forward guidance e Quantitative easing

In questa lezione ripercorreremo le vicende più recenti dell'euroarea sino al famoso quantitative easing.

2013: L'anno della forward guidance

Col consueto ritardo, nel corso del 2014 la BCE ha raggiunto la FED nel portare il tasso di interesse a breve termine praticamente a zero, il cosiddetto "zero lower bound" (ZLB). Una volta raggiunto lo ZLB, la politica monetaria sembra diventare impotente nel tentativo di condizionare, diminuendoli, i tassi di interesse a lunga con l'obiettivo di sostenere la domanda aggregata. Se inoltre, come nell'Eurozona, si manifestano segnali concreti di deflazione, i tassi reali a lunga tenderanno, a parità di tassi nominali, ad aumentare. Una maniera per diminuire i tassi reali a lunga è attraverso la promessa di mantenere i tassi a breve a zero per un periodo indefinito di tempo tollerando una ripresa dell'inflazione, che diventa anzi un obiettivo desiderato con lo scopo di far diminuire i tassi reali attesi a lungo termine. La diminuzione attesa dei tassi può anche determinare un deprezzamento della valuta che stimola la domanda aggregata e l'inflazione.[49] L'impegno a mantenere i tassi allo ZLB si chiama la "forward guidance" ed è stata adottata dalla FED dal 2008 e dalla BCE nel luglio 2013. Così Draghi nella conferenza stampa dopo la riunione del *Governing Council* della BCE:

> "Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary. …'The Governing Council expects the key…' – i.e. all interest rates –

[49] "central banks always aim to affect real long yields, as these are often the rates most relevant for consumption, investment, and hiring. … At the ZLB … central banks can hope to affect real long yields directly, by decreasing long nominal yields and increasing inflation expectations. The ensuing depreciation of the currency, stemming from lower long-term interest rates, would further loosen monetary conditions" (IMF 2013: 8). L'impegno al mantenimento dei tassi allo ZLB può assumere varie forme, da una generica promessa temporale ("per un periodo considerevole di tempo") a una più precisa ("sino a…"), da una parametrizzazione a circostanze generali (per esempio "sino alla scomparsa di timori di deflazione") a un legame con obiettivi precisi (sino a che il tasso di disoccupazione sia sceso sotto l'x%") (v. ECB 2014: 68-9).

> '…ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time'.

La *forward guidance* soffre di un problema di incoerenza temporale, in quanto i mercati possono non fidarsi dell'impegno della banca centrale di mantenere i tassi di interesse a breve bassi per contrastare la deflazione temendo che invece li rialzi appena l'inflazione dia minimi segni di ripresa. Probabilmente quello che si vuole scoraggiare è una sovra-reattività dei mercati a piccoli segnali di ripresa economica e dunque dell'inflazione, con conseguente attesa di un rialzo dei tassi a breve e di conseguenza di quelli a lungo termine, senza che quei segnali siano in realtà tali da prefigurare un consolidato mutamento del quadro macroeconomico atteso.[50] Vale a dire, il messaggio della banca centrale è che i tassi permarranno bassi sino a che il quadro economico non sarà *seriamente* consolidato. Quindi la logica è: i tassi nominali a lunga dipendono dal tasso a breve corrente e dalle attese circa le sue variazioni. La banca centrale assicura che tali variazioni non si verificheranno, neppure a fronte di una ripresa (moderata) dell'inflazione e se non a fronte di una ripresa consolidata del quadro macroeconomico. Quindi (i) si cerca di schiacciare la curva dei tassi nominali verso il basso,[51] e (ii) si spera in un evento autorealizzante, vale a dire che l'attesa di tassi reali più bassi induca una ripresa la quale a sua volta stimoli l'inflazione e che questa sostenga la ripresa attraverso tassi reali più bassi. Si noti però che la BCE non ha ancorato la stabilità dei tassi a parametri precisi, come ha fatto la FED nel dicembre 2012 vincolando un mutamento dei tassi alla discesa del tasso di disoccupazione al di sotto del 6,5%. D'altronde la BCE ha un precipuo obiettivo statutario, quello di un tasso d'inflazione al di sotto ma vicino al 2%, per cui è implicitamente a quello che gli operatori dovrebbero rifarsi (l'incertezza però rimane circa la tempistica di un rialzo dei tassi qualora l'economia cominciasse ad avviarsi verso la realizzazione di quell'obiettivo. L'idea è che questo avvicinamento deve essere consolidato, non fatuo). Di nuovo nelle parole di Draghi:

> "Looking ahead, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary."

Secondo la BCE (ECB 2014: 72) la *forward guidance* avrebbe condotto a una minore dispersione dei tassi attesi attorno a quello corrente, e a una diminuzione di quello

[50] "If such guidance is effective, market forward interest rates would not be expected to react with excessive sensitivity to the type of news that has no bearing on the central bank's objective or to news that only confirms the central bank's assessment. In particular, in the presence of a subdued outlook for inflation, positive news should not lead to the anticipation of future rate hikes being brought forward, or at least not to an excessive degree compared to normal behaviour." (ECB 2014a: 72).

[51] La curva dei tassi nominali descrive l'andamento dei tassi di interesse a seconda della scadenza dei prestiti, a breve, medio e lungo termine.

medio atteso (sulla scorta dell'affermazione "or lower levels"). Il tasso sulle MRO fu portato infatti a zero nel settembre 2014. (v. anche IMF 2013: 13).

2014: TLTRO/ABS/CBRR3 e la promessa del QE

Come i più avveduti si attendevano, le promesse di ripresa dell'Eurozona per il 2014 non si materializzarono, mentre presero concretezza quelle, diametricalmente opposte, di deflazione. Pur in questo quadro fosco, l'ombrello dell'OMT è sembrato tuttavia rassicurare gli investitori internazionali che numerosi hanno investito sui titoli sovrani dei paesi periferici determinando una ulteriore caduta dei loro tassi nominali (EU 2015). Caduta quanto mai opportuna vista la discesa dei prezzi che faceva salire i tassi reali.

Durante il 2014 Draghi ha ripetutamente annunciato misure più drastiche per sostenere l'Eurozona. Il Presidente della BCE è infatti perfettamente consapevole della natura vera dei problemi, come rivelato in un importante discorso tenuto a Jackson Hole nel settembre 2014 (Draghi 2014). In quel discorso egli sottolineò come il rischio di fare troppo poco per sostenere la domanda aggregata fosse assai minore di quello di fare troppo:

> "Demand side policies are not only justified by the significant cyclical component in unemployment. They are also relevant because, given prevailing uncertainty, they help insure against the risk that a weak economy is contributing to hysteresis effects. Indeed, while in normal conditions uncertainty would imply a higher degree of caution for fear of over-shooting, at present the situation is different. The risks of "doing too little" – i.e. that cyclical unemployment becomes structural – outweigh those of "doing too much" – that is, excessive upward wage and price pressures."

Naturalmente tale perorazione fu accompagnata da quella alle riforme strutturali, ma questo era scontato. Più importante è la denuncia del "subdued wage growth even in non-stressed countries suggesting lacklustre demand" e degli spazi esistenti per la politica di bilancio laddove esista un backstop da parte della politica monetaria, come negli Stati Uniti e in Giappone:

> "Turning to fiscal policy, since 2010 the euro area has suffered from fiscal policy being less available and effective, especially compared with other large advanced economies. *This is not so much a consequence of high initial debt ratios – public debt is in aggregate not higher in the euro area than in the US or Japan. It reflects the fact that the central bank in those countries could act and has acted as a backstop for government funding*. This is an important reason why markets spared their fiscal authorities the loss of confidence that constrained many euro area governments' market access. This has in turn allowed fiscal consolidation in the US and Japan to be more backloaded."

Il passo in corsivo è un esplicito riconoscimento che l'aggravamento della crisi europea è stato dovuto ai vincoli posti all'azione della BCE che a loro volta hanno impedito l'intervento della politica fiscale.

Le misure adottate dalla BCE nell'estate del 2014 sono risultate in parte "dietro la curva", come si usa dire, in quanto solo nel settembre il tasso sulle MRO è stato portato praticamente a zero; in parte sono risultate in linea con misure precedenti, come con la nuova tornata di LTRO; in parte sono da inquadrarsi verso un timido avvio di QE con la terza tornata di CBPP e con l' Asset Backed Securities purchase programme (ABSPP). La nuova tornata di LTRO è stata denominata "targetted" (mirata, da cui l'acronimo TLTRO) nel senso che l'ammontare di liquidità accordata alle banche – sino a un massimo di 1 trillione ripartito in varie tranche dal 2014 al 2016 - è legata ad alcuni parametri che misurino il loro sforzo di creare credito.[52] Questo per scoraggiare l'impiego di questi fondi in titoli di Stato (il bluff del VLTRO era ormai chiaro a tutti, v. la lezione 3). Le aste dell'autunno 2014 hanno rivelato una richiesta delle banche inferiore alla disponibilità, segno che evidentemente il mercato non soffre di scarsa liquidità – le banche avevano peraltro attivamente restituito durante l'anno buona parte dei fondi VLTRO prima della scadenza. Di conseguenza il bilancio della BCE ha continuato a contrarsi (Merler 2014). Come esso si era espanso in seguito alla caduta di fiducia nel mercato interbancario, si può ritenere che dopo l'annuncio dell'OMT, e con la abbondante liquidità generata dal QE americano la liquidità "privata" sia ritornata per cui è venuta in gran parte meno – per ora – la necessità del ricorso alla liquidità della banca centrale. Gli acquisti di titoli sotto i due programmi CBPP3 e ABSPP sono stati per ammontari assolutamente risibili.

Il Quantitative Easing

Impossibilitato a svolgere una politica monetaria accomodante di supporto a una politica fiscale espansiva, il cosiddetto *Quantitative Easing* appare a molti come l'ultima chance di Draghi per sostenere la domanda aggregata. Esso ha tuttavia avuto effetti discutibili persino negli Stati Uniti, dove è stato adottato in tre riprese sin dal 2008 accompagnato da politiche fiscali espansive comunque assenti (se non nel 2008-9) nell'esperienza europea.

Il QE è una modalità con cui la banca centrale espande la liquidità del sistema in maniera attiva acquistando titoli a lungo termine, fondamentalmente pubblici, ma anche privati, diminuendo i tassi di interesse (reali) a lungo termine. Mentre con le operazioni di rifinanziamento poste in essere dalla BCE essa agisce in maniera passiva, vale a dire lasciando al sistema bancario la decisione di quanta liquidità assorbire, col QE essa agisce in maniera attiva accrescendo il proprio portafoglio titoli e immettendo liquidità (non solo verso le banche ma verso l'insieme dei detentori di titoli finanziari), forzando l'obiettivo di ritornare alla dimensione di bilancio del 2012, secondo l'intento di

[52] Con l'esclusione del credito immobiliare tanto per tranquillizzare l'establishment tedesco circa una temutissima bolla immobiliare in quel paese.

Draghi.[53] Quindi, acquisto di titoli a lungo termine in via definitiva e su iniziativa della banca centrale - per confronto, col VLTRO la BCE acquisiva titoli di durata variabile, non in via definitiva e su iniziativa delle banche. Ma a quale scopo?
L'obiettivo è quello di sostenere la domanda aggregata. Per cominciare, i primi effetti immediati del QE sono di accrescere il valore dei titoli acquistati, diminuire il tasso di interesse di lungo periodo e accrescere la liquidità a disposizione del sistema. La diminuzione dei tassi a lunga sarebbe rafforzata dalla promessa di mantenere i tassi a breve a zero contenuta nella "forward guidance" sopra illustrata. L'aumento del valore dei titoli si avrebbe anche per l'"effetto portafoglio": i soggetti che cedono titoli alla BCE, trovandosi con eccesso di liquidità, non potrebbero far altro che comprarne degli altri. Poiché la banca centrale acquisterebbe direttamente soprattutto titoli di stato, [54] l'effetto portafoglio si dispiegherebbe essenzialmente attraverso la trasmissione dell'aumento del prezzo dei titoli di Stato ai segmenti privati del mercato finanziario. Da questi primi effetti ne dovrebbero scaturire diversi altri relativi alla domanda aggregata.

1) Un primo presunto effetto è quello di stimolare la *creazione di credito* fornendo alle banche extra-riserve, un effetto palesemente in discredito. [55]

---

[53] Così Constancio (2014), vice-Presidente della BCE e vicino a Draghi: "The most recent non-standard measures introduced in June and September – two asset purchase programmes for asset backed securities (ABS) and covered bonds, and a programme to provide longer-term funding to banks for new loans – also fall under these two broad categories. A casual observer may therefore conclude that they represent just another variant of an established pattern. Today I wish to emphasise that this is not the case: the measures decided in the past few months mark a new phase in the ECB's approach. With these new measures, the Governing Council demonstrates that we are ready to actively steer the size of our balance sheet towards significantly larger levels, so as to further ease the stance of monetary policy in a situation in which policy rates have reached their lower bound. Previous non-standard measures, in contrast, were mainly aimed at redressing impairments in the monetary policy transmission mechanism and meant to foster a regular pass-through of our monetary policy stance. Their implications for the ECB's balance sheet had been accommodated in a merely passive way to satisfy the liquidity demand of our counterparties."

[54] Nel caso della BCE, già si presenta complicato stabilire la composizione nazionale dei titoli pubblici da acquistare, figuriamoci selezionare un set di titoli privati.

[55] Come già spiegato (lezione 1), l'ammontare di credito offerto dal sistema bancario non è vincolato dall'ammontare di riserve disponibili. Le banche, peraltro, già non soffrono di carenza di liquidità. Mentre tutte le misure di *enhanced credit support* sono ancora in vigore, le banche stanno dal 2013 ritornando in anticipo i fondi VLTRO, mentre hanno fatto scarso ricorso alla nuova tornata di LTRO, detta Targetted LTRO di cui abbiamo parlato. Nel QE americano un obiettivo fu anche quello di liberare il sistema finanziario dai titoli tossici. Nell'Euroarea un obiettivo assimilabile potrebbe essere quello di liberare i bilanci bancari sovraesposti in titoli di Stato, ovvero di accrescerne il valore e così la patrimonializzazione degli istituti di credito.

2) Un secondo effetto è quello di determinare un aumento del valore dei titoli a lungo termine sì da stimolare gli *investimenti*. Tale effetto è basato sull'idea tradizionale di un andamento decrescente del "rendimento marginale del capitale" (o prodotto marginale del capitale), un concetto analitico con cui gli economisti neoclassici spiegano il saggio del profitto. Un investimento per essere profittevole deve rendere un saggio del profitto almeno pari (se non superiore) al tasso di interesse a lungo termine, che rappresenta il costo del capitale per gli imprenditori. Una diminuzione del saggio di interesse a lungo termine renderebbe dunque profittevoli progetti di investimento che prima non lo erano. Poiché l'aumento del valore dei titoli – inclusi dunque azioni e obbligazioni industriali – determina una diminuzione del loro rendimento, cioè del tasso di interesse a lungo termine che essi assicurano,[56] se ne deduce che le imprese non-finanziarie potranno vantaggiosamente finanziare ulteriori investimenti. In teoria e in pratica, che una diminuzione dei tassi di interesse a lunga stimoli gli investimenti, per giunta con attese di domanda negative, è escluso.[57]

---

[56] Si supponga un titolo che al 1 gennaio vale 100€ e che renderà il 31 dicembre una cedola di 5€. Se acquistate questo titolo, il suo rendimento sarà del 5% annuo. Supponete ora che il QE faccia aumentare il prezzo di quel titolo a 110€e che voi, magari attendendovi ulteriori aumenti del suo prezzo, ve lo compriate. A fine anno la remunerazione del titolo sarà tuttavia scesa a (5/110)%, ovvero circa 4,5%.

[57] Un recente paper della Fed dimostra come gli investimenti siano poco sensibili al tasso di interesse (si veda: http://www.concertedaction.com/2014/01/11/interest-rates-investment/).

Sfortunatamente Praet (2014), il capo economista della BCE, membro del direttorio e vicino a Draghi, sembra credere che il ribilanciamento dei portafogli possa indurre gli investitori istituzionali ad acquistare titoli industriali di nuova emissione, o che la caduta dei tassi di interesse sui titoli pubblici a lungo termine possa indurre le banche a concedere credito a più buon mercato e per questa via stimolare gli investimenti: "We would also expect broad portfolio effects to materialise with sellers of government bonds willing to reduce their excess holdings of cash by bidding up the price – and hence lowering the yield – of alternative financial instruments other than those purchased by the central bank.

For banks, broader portfolio effects might entail a shift out of government bonds – or other fixed-income instruments – and into loan creation. This essentially works through banks' opportunity cost of lending. Our analysis shows that sovereign spreads in some Member States are still preventing lending rates from falling further. Remember that the existence of large spreads in the sovereign bond market was probably one of the main reasons why our 3-year LTROs had a limited effect in terms of stimulating credit supply by banks.

Although these spreads have narrowed sharply, there remain considerable differences in real – that is, inflation adjusted – yields across countries. Therefore, if purchases of government bonds were to reduce banks' opportunity cost of lending by lowering the

3) Un terzo presunto effetto sarebbe quello sui consumi, stimolati da effetti ricchezza.[58] L'aumento della ricchezza finanziaria ha probabilmente più effetti negli Stati Uniti dove è più diffusa, che in Europa (Muellbauer, 2014). L'aumento dei valori mobiliari sembra inoltre favorire i ceti più affluenti con una minore propensione al consumo, ma avendo così inopportuni affetti redistributivi.
4) Secondo la *expectation view* (Odendhal 2014) il QE è soprattutto funzionale a trasmettere a famiglie e imprese il messaggio che la BC è assolutamente determinata a combattere la recessione determinando, dunque, aspettative di inflazione. Questo argomento avrebbe attualmente una certa pregnanza nell'EZ dove le aspettative sono deflazionistiche, e l'attesa di caduta (o almeno stagnazione) di redditi e prezzi e di più elevati tassi reali di interesse deprime la spesa. Si argomenta che è necessario un messaggio fermo (come fu nell'annuncio dell'OMT) da parte della BCE, che farà di tutto per invertire la tendenza dei prezzi per condizionare le scelte di spesa di famiglie e imprese. La

---

return of other alternative investments, this might create the incentives for banks to extend credit to the private sector, in particular if banks regain confidence and start to reappraise the macroeconomic outlook as a result of central bank action. In addition, our presence as a buyer in the ABS and covered bond markets eases potential balance sheet capacity and liquidity concerns that go along with an increase in credit supply."

[58] L'effetto ricchezza si produce quando un aumento dei valori mobiliari o immobiliari stimola le famiglie a spendere di più. Effetti positivi si potrebbero avere sul valore dei titoli negli attivi di famiglie e imprese, aiutandole a uscire dalla "balance sheet recession", vale a dire la riduzione della spesa volta a recuperare le perdite subite negli investimenti immobiliari: "*Se la BCE iniziasse a comprare asset di un certo tipo – per esempio titoli sovrani – stimolerebbe la domanda, forzando coloro che li vendono a rimpiazzare questi asset nel loro portafoglio con altri asset, o esteri (nel qual caso l'euro si svaluterebbe) o azioni e altri asset dell'eurozona (nel qual caso i prezzi delle azioni salirebbero e i tassi di interesse scenderebbero). Prezzi delle azioni più alti aiutano le società riducendo la proporzione tra il debito e il valore netto, evitando la necessità di tagliare investimenti per ripagare il debito. Ciò renderebbe anche più facile per le aziende ottenere prestiti, dal momento che la garanzia sul debito è più solida quando il valore dell'azienda è più alto. Anche in un sistema banco centrico come l'Europa, il QE può essere un'arma potente." (Reza Mogadham di Morgan Stanley citato da http://vocidallestero.it/2014/12/21/coppola-i-motivi-per-non-fare-il-qe-delleurozona/)*. Koo, che ha coniato il termine "balance sheet recession", è tuttavia pessimista sulla possibilità che ciò accada (Koo 2014). La sua tesi sembra essere che non v'è ripresa degli investimenti senza una ripresa della domanda aggregata, e questo richiede una politica fiscale espansiva. Krugman concorda sulla necessità della politica fiscale, ma sembra più (moderatamente) ottimista circa il QE che avrebbe agito, a suo avviso, attraverso effetti ricchezza (confermati ma solo per gli USA anche da Muellbauer, 2014), esportazioni (v. più sotto) e ripresa del ciclo edilizio (v. vari post di Krugman all'URL http://krugman.blogs.nytimes.com/?s=QE).

> BCE potrebbe per esempio fissare un obiettivo di inflazione assicurando la continuazione del QE fin quando esso non fosse raggiunto. La popolarità dell'idea che più liquidità significa più inflazione, corroborata accademicamente dal monetarismo, fa da sponda all'opera di convincimento verso il pubblico. L'argomento è tuttavia molto fragile: l'inflazione effettivamente aumenterà solo se i soggetti credono che aumenterà, accrescendo la propria spesa in maniera sufficiente da farla aumentare. I soggetti devono essere dunque molto fiduciosi nella *credibilità inflazionistica* di banche centrali che per anni hanno cercato di costruirsi una credibilità opposta; ma anche ammesso che le aspettative di inflazione aumentino, i soggetti devono espandere la spesa in una situazione in cui stanno aggiustando i propri bilanci (balance sheet recession) e vivono una caduta dei propri redditi. Un aumento delle *aspettative* di inflazione difficilmente si tradurrà in un aumento cospicuo della spesa e dunque in un aumento dell'inflazione *effettiva*.[59]

Sulla base di questi primi quattro presunti effetti, il QE appare dunque in Europa un po' come un segno di disperazione. Bindseil (2004: 41) scriveva anni fa a proposito del primo QE effettuato dalla BoJ nel 2001 che "although it may be unclear how exactly an excess reserves target is supposed to help a country escape from deflationary trap, it at least seems unlikely to do any harm", come dire, "facimme ammuina", che male non fa.[60] Tutto questo basato sull'idea che dopotutto ci fosse un granello di sale nella tesi monetarista di Friedman e Schwartz (1963) per cui la Grande Crisi sarebbe stata meno drammatica se la Fed avesse creato più liquidità con le operazioni di mercato aperto.[61] Ma, si domandava Bindseil, se già le imprese giapponesi non utilizzavano le riserve in eccesso già disponibili a costo zero per

[59] Come sostiene la blogger Frances Coppola (2013): "The expectation Fairy will wave her magic wand and all these things will come to be. … Not one QE programme has never generated significant inflation. Not one. In fact no central bank in history has ever succeeded in deliberately creating inflation. And yet every time there is QE, inflation expectations rise. It's magical thinking"

[60] "'We need to do something. QE is something. Let's do it'. Or, as the erstwhile blogger Pawel Morski said back in 2013, 'because nobody's got any better ideas'". (http://blogs.ft.com/the-exchange/2015/01/08/why-qe-wont-resolve-the-eurozones-fundamental-money-problem/)

[61] Il "keynesiano" De Grauwe (2015a) sottoscrive il presunto buon senso popolano del monetarismo affermando: "Since Milton Friedman we have all become monetarists. In order to raise inflation it will be necessary to increase the growth rate of the money stock. This requires that the ECB increase the money base. And to achieve the latter there is only one practical instrument, ie, an open-market purchase of government bonds. There is no other way to raise inflation than through an increase in the money base and a bond-buying programme is the time-tested way to achieve this". Ammette poi che: "Even if little else is done, QE should have a significant effect on the exchange rate of the euro" (si veda anche 2015b).

creare credito, non si comprende perché un ammontare ancor maggiore di extra-riserve dovrebbe mutare le cose (ibid: 42-3). Circa gli effetti di una caduta dei tassi a lungo termine, Bindseil notava come questi già fossero molto bassi in Giappone (e questo può essere il caso della Germania oggi), per cui poco v'era da attendere in questa direzione. Riferendosi all'esperienza giapponese del 2001, Koo ha descritto il QE come il "greatest monetary non-event" del 21esimo secolo (citato da Johnston e Pugh 2014: 7).

Rimangono tre altri possibili effetti positivi del QE.

5) Il primo già indicato da Bindseil (ibid: 43) è nel deprezzamento della valuta: l'eccesso di liquidità nel portafoglio dei soggetti si rivolgerà infatti anche verso titoli esteri sicché la maggiore domanda di valuta estera necessaria per acquistare quei titoli determinerà un deprezzamento della divisa nazionale. Nel caso dell'Eurozona, che già presenta un enorme surplus commerciale verso il resto del mondo, questo suonerebbe però come un comportamento inaccettabile: in luogo di rilanciare la domanda interna e sostenere la domanda mondiale l'Europa scaricherebbe le proprie difficoltà sulle altre regioni, in particolare sugli Stati Uniti.
6) Il secondo sarebbe la messa in sicurezza di una quota dei debiti sovrani. Si deve qui distinguere se l'acquisto è in via temporanea – vale a dire i titoli tenuti solo fino a scadenza – o permanente – a scadenza l'acquisto viene reiterato. Nel secondo caso il debito pubblico è nei fatti cancellato in via definitiva, in quanto la banca centrale girerebbe i proventi del servizio del debito al Tesoro in quella che è una partita di giro (v. De Grauwe e Ji, 2013).[62] Nel primo caso il QE consisterebbe di un nuovo SMP, magari di proporzioni più ampie. Vi è naturalmente un non irrilevante effetto sui tassi di interesse, con conseguente risparmio di spesa ma che nell'EZ viene sciupato dal persistere di politiche di bilancio restrittive giustificate (a maggior ragione) dall'argomento del *moral hazard*.
7) Il terzo è una messa in sicurezza dei bilanci degli istituti di credito che potrebbero vendere i titoli di Stato a un prezzo superiore a quello d'acquisto.

Quale sarebbe l'utilità pratica di questo programma? Riteniamo che non vada oltre il procrastinare l'agonia delle economie europee periferiche, spostando in avanti un eventuale redde rationem. Diverso il caso in cui il QE consistesse di una politica monetaria accomodante che accompagnasse una politica fiscale espansiva. Perdurando le politiche di austerità, l'unico effetto di un SMP rafforzato sarà quello di mantenere relativamente contenuti i tassi di interesse sul debito periferico, nonostante questo

[62] L'articolo di De Grauwe e Ji (2013) è assolutamente consigliabile per smentire tutte le ossessioni germaniche sui pericoli di un programma della BCE di acquisiti di titoli pubblici.

continui ad aumentare in rapporto al Pil mentre la disoccupazione continua a crescere a livelli inauditi. Da ultimo il bluff del QE sarà smascherato, ma a costo di ulteriori inutili sacrifici per le popolazioni e di danni irreversibili alle economie periferiche.
Una versione estrema del QE, sostenuta da molti economisti (inclusi John Muellbauer, Lucrezia Reichlin, Adair Turner, Michael Woodford, Richard Wood, Biagio Bossone, si veda *Vox* per vari contributi in merito) è quella dell'"helicopter money" (un'espressione attributita a Friedman e resa popolare da Bernanke nel 2002), in sostanza la distribuzione a pioggia ai cittadini di una certa somma di nuova moneta emessa dalla banca centrale. Nei fatti questa è una forma di politica fiscale finanziata dalla banca centrale in cui lo Stato trasferisce una *lump sum* ai propri cittadini. L'attesa è naturalmente di uno shock sulla domanda aggregata. Ci si domanda tuttavia se non ci si muova ancora nell'ambito di misure estemporanee, frutto più della disperazione che della volontà di affrontare i problemi di fondo.
Il punto sembra dunque essere che l'Eurozona è ben lungi dal disegnare un progetto strutturale di uscita dalla crisi, e il QE sembra essere l'ennesimo, forse l'ultimo coniglio nel cilindro di Draghi volto a guadagnare tempo, segnatamente, per come si stanno prefigurando le cose, volto a tamponare una eventuale crisi conseguente alle scelte del governo Syriza in Grecia, nell'attesa di una chimerica ripresa. Ma questa non avverrà mai in quanto si continua a remarle contro. Un QE che si presentasse come una politica monetaria risolutamente accomodante compagna di una politica fiscale espansiva sarebbe un'altra storia, ma una storia di una "fantasy land", come l'ha definita Ashoka Mody (2014).

Il QE alla Draghi e i problemi che solleva

Denominato inizialmente "Expanded Asset Purchase Programme (APP)" e successivamente "Public Sector Purchase Programme" (PSPP) il QE lanciato dalla BCE il 22 gennaio 2015 ricomprende sia i programmi già avviati di acquisto di ABS (ABSPP) e di "covered bonds" (CBPP3) (v. sopra) che l'acquisto nel mercato secondario di titoli *con scadenza fra 2 e 30 anni* denominati in euro emessi da *Stati sovrani, agenzie dell'eurozona e istituzioni europee*. [63] L'acquisto di titoli pubblici e privati sarà di *60 miliardi al mese* a partire da marzo almeno sino al settembre 2016. Il programma verrebbe tuttavia prorogato se l'obiettivo di un tasso di inflazione sotto ma prossimo al 2% non venisse realizzato. In un qualche modo questa è una forma di "forward guidance" con un target specificato nel senso di rassicurare che persino se il target di inflazione venisse realizzato prima di quella data, il programma non verrebbe improvvisamente interrotto. I titoli sovrani ammessi all'acquisto sono quelli con un minimo rating positivo e, in mancanza di questo, quelli emessi da paesi che aderiscono a un programma di "risanamento" e assistenza finanziaria europeo. Il rischio sui titoli

[63] Si veda fra gli altri:
https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_acquisti_titoli_sito_BdI.pdf

acquistati rimane nazionale per l'80%, mentre è in solido fra i paesi europei (pro quota secondo le quote di partecipazione al capitale della BCE) per il rimanente. Questo 20% è costituito da un 8% di titoli sovrani detenuti dalla BCE, e da un 12% di titoli emessi da istituzioni europee.

Diversi aspetti del PSPP hanno attirato l'attenzione.

In primo luogo l'attenzione è caduta sulla tranche dell'80% di acquisto di titoli pubblici che rimane a carico delle banche centrali nazionali (BCN), le quali incamerano tuttavia anche i relativi interessi che girano al rispettivo Tesoro.[64] In tal modo il rischio di ridenominazione in caso di un riacutizzarsi della crisi fiscale ricadrebbe sulle BCN che vedrebbero svalutare i titoli in attivo (ridenominati in una divisa che svaluta) a fronte di una passività immutata verso la BCE corrispondente agli euro emessi. Secondo Minenna (2015) "finendo nell'attivo della banca centrale nazionale quei titoli di Stato diventano de facto sottoposti a legge di diritto estero e quindi se il Paese membro uscisse dall'euro non potrebbe ridurne il valore ridenominandoli nella nuova valuta nazionale e poi svalutandoli ma sarebbe chiamato a restituire alla BCE il loro intero controvalore nominale in euro". La questione è discussa in un box.

BOX - BCN che acquistano i rispettivi titoli sovrani nazionali e un eventuale default

Bruegel (2015) ritiene che una "nazionalizzazione" del QE può renderlo parzialmente inefficace. Infatti in caso di default di uno Stato nazionale, come una ridenominazione che ne falcidi il valore del 50% in termini di euro:

(a) se non v'è una clausola di *pari passu*, cioè di eguali diritti, fra i titoli detenuti dalla BNC e quelli detenuti da privati, la perdita ricade tutta sui soli titoli privati (in quanto i primi rimarrebbero denominati in euro), nel qual caso i privati domanderanno un tasso di interesse più elevato per coprirsi dal rischio, nullificando gli effetti del QE.

(b) se v'è una clausola di pari passu, le perdite ricadranno anche sulla BCN che si troverà un attivo svalutato a fronte di una passività in euro. Se lo Stato nazionale vorrà tuttavia comunque onorare il debito con la BCE dovrà dunque effettuare un default ancora più grande a spese del settore privato, con un risultato sui tassi analogo a quello del caso (a).

In sintesi, se lo Stato si impegna a garantire il valore in euro dei titoli acquistati dalla propria BCN, i tassi a cui emette i titoli non differiranno da quelli a cui li avrebbe emessi in assenza di QE. L'unica alternativa è che l'acquisto avvenga dalla BCE con

[64] Secondo Minenna nel caso italiano la banca centrale riversa al Tesoro solo la metà dei proventi da signoraggio contro quote più elevate di Francia e Germania (http://archiviostorico.corriere.it/2015/marzo/16/pericolosa_anomalia_dei_tassi_negativi_ce_0_20150316_ae41dcd2-cba9-11e4-b05f-b298d4b44912.shtml)

garanzia solidale, nel qual caso le perdite da eventuale ridenominazione ricadrebbero sull'insieme dei paesi del Eurozona.
De Grauwe & Ji (2015b) dissentono con la tesi per cui il default di un paese sui titoli che la BCE acquisisse via QE ricadrebbe sui contribuenti degli altri paesi dell'Eurozona. Supponiamo che la BCE abbia acquistato 1000 € di titoli italiani e che gli interessi su tali titoli vengano restituiti al Tesoro italiano (come del resto accade per l'80% del PSPP). Tale operazione sarebbe indifferente per il contribuente tedesco. Analogamente, se il governo italiano ripudiasse tale debito, nulla cambierebbe per il contribuente tedesco.[65]
Il blogger JKH (2015) ritiene invece che tali perdite vi siano in quanto, come portato della crescita economica, la BCE avrebbe emesso la quantità di base monetaria che l'Italia (nell'esempio) non "restituisce" lucrandovi un signoraggio:
"The problem is that this currency would have been issued in any event according to the demand that will arise naturally from the growth of the European economy over time (notwithstanding current depressed conditions). And so ECB seigniorage will have been reduced from what it would have been … That reduction in seigniorage due to default is a real fiscal cost, because it reduces the profit remittance of the ECB from what it would have been in the non-default counterfactual. And the fact that the reduced seigniorage gets distributed to the residual capital holders means that there has been a fiscal transfer to the defaulting sovereign from the remaining capital holders. So De Grauwe is simply wrong on this point."[66]

[65] Più complicato l'esito di un default sul 20% di titoli mutualizzati: " 20% of the bonds will be held by the ECB, creating a potential fiscal transfer between the member countries. How large is this potential transfer? The maximum exposure of Germany can be computed as follows. Under the QE arrangement, announced by the ECB, €54 billion of German bonds will be in the common pool of 20%. The average interest rate on German government bonds is 1.7%, i.e. the German Treasury yearly interest payments in the pool amount to €918 million. Assume now the worst possible scenario: all governments default on their debt, except Germany. This surely would mean a collapse of the Eurozone. But let's use this as a benchmark to compute the maximum maximorum of German losses. In this scenario Germany would be the only one paying interest in the pool. This would be distributed to all member countries according to the equity shares. Germany would receive €248 million. Its loss would be €670 million (918 – 248). This represents 0.017% of German GDP. Thus even under the most extreme scenario the exposure of the German taxpayer to QE losses is peanuts".

[66] Questo punto sembra generalizzabile al SMP. Paesi come la Germania ricevono una rendita annuale di circa 4 miliardi dal SMP (Minenna 2015), che diminuiscono col progressivo venire a scadenza dei titoli. Se l'Italia facesse default sui titoli acquistati dalla BCE la Germania perderebbe questi 4 miliardi. Apparentemente per la Germania (Francia ecc.) si tratta di un ritorno allo status quo ante, dove non lucrava quella rendita. A ben vedere, tuttavia, la Germania perde il signoraggio che avrebbe ricevuto (pro quota) dalla BCE sull'emissione futura della base monetaria corrispondente al SMP. A questo Sinn (2015, commenti) sembra riferirsi quando scrive che "meaningful

In secondo luogo la BCE si è autoimposta un tetto di acquisto del 25% di ogni tranche di titoli in maniera di non precostituire un blocco automatico a eventuali procedure di ristrutturazione dei debiti pubblici soggette alle *Collective Action Clauses* (CAC).[67] Alla luce infatti degli accordi europei del 2011 e dell'istituzione dello ESM nel 2012,[68] ogni azione di ristrutturazione dei debiti sovrani che ne modifichi i termini (inclusa la denominazione valutaria) deve essere approvata da almeno il 75% degli investitori (il principio si applica a ciascuna tranche del debito). La CAC si applica a tutte le emissioni superiori all'anno dal primo gennaio 2013.[69] La BCE, ritenendo che una ristrutturazione che coinvolgesse titoli in suo possesso – per cui a scadenza non tornerebbe in possesso del corrispettivo pieno della liquidità emessa – possa precostituire un finanziamento monetario dei debiti pubblici, si sentirebbe infatti vincolata a bloccare qualunque ristrutturazione. Dato l'ammontare di titoli disponibili nel mercato, considerato che la BCE ha già in portafoglio titoli di alcuni paesi relativi al SMP e tenuto conto dell'ulteriore vincolo a non acquistare titoli con rendimento inferiore al -0,2% (molti titoli in particolare tedeschi presentano tassi negativi), il vincolo del 25% pone dei seri limiti agli obiettivi del PSPP soprattutto se il programma dovesse essere continuato oltre il settembre 2016 (Clayes et al. 2015: 7-9).

In terzo luogo il programma prevede che i profitti realizzati dalla BCE e dalle BCN sugli acquisti di titoli vengano versati ai singoli Stati. Bruegel (ibid: 10) stima però che tali profitti siano poca cosa, dell'ordine di 4 miliardi di euro nei 19 mesi del programma. I vantaggi per le casse pubbliche derivano piuttosto dalla diminuzione dei tassi di interesse visibile dalla metà del 2014 in seguito agli annunci del QE (ibid: 12). Al riguardo Bruegel (ibid: 12) si rammarica che tale azione di sostegno dei titoli pubblici non sia stata intrapresa al culmine della crisi dei debiti sovrani quando gli interessi

---

comparison can only be made with a given time path of the monetary base." Vale a dire, dato un trend della base monetaria determinato dalla crescita economica e relativo signoraggio, la Germania ha goduto di una rendita inaspettata proveniente da un'emissione di liquidità determinata da circostanze contingenti (la crisi fiscale dell'Italia). Se l'Italia non redime il debito, la Germania non perde solo la rendita (poco male perché era un *windfall gain*), ma il signoraggio di cui avrebbe goduto quando quell'emissione fosse comunque avvenuta in seguito alla crescita economica. Un ragionamento un po' astruso, non v'è dubbio.

[67] Un secondo vincolo riguarda il limite all'acquisto di titoli di un singolo Stato fissato al 33%, vincolo pensato con riferimento alla Grecia che già si trova oltre questo limite.

[68] La documentazione sugli accordi del 2011 è qui: http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/cac_2012/index_en.htm; l'istituzione del ESM è stata ratificata dall'Italia con la legge 116 del luglio 2012 che cita le clausole di azione collettiva nell'art. 12 dell'allegato testo dello ESM.

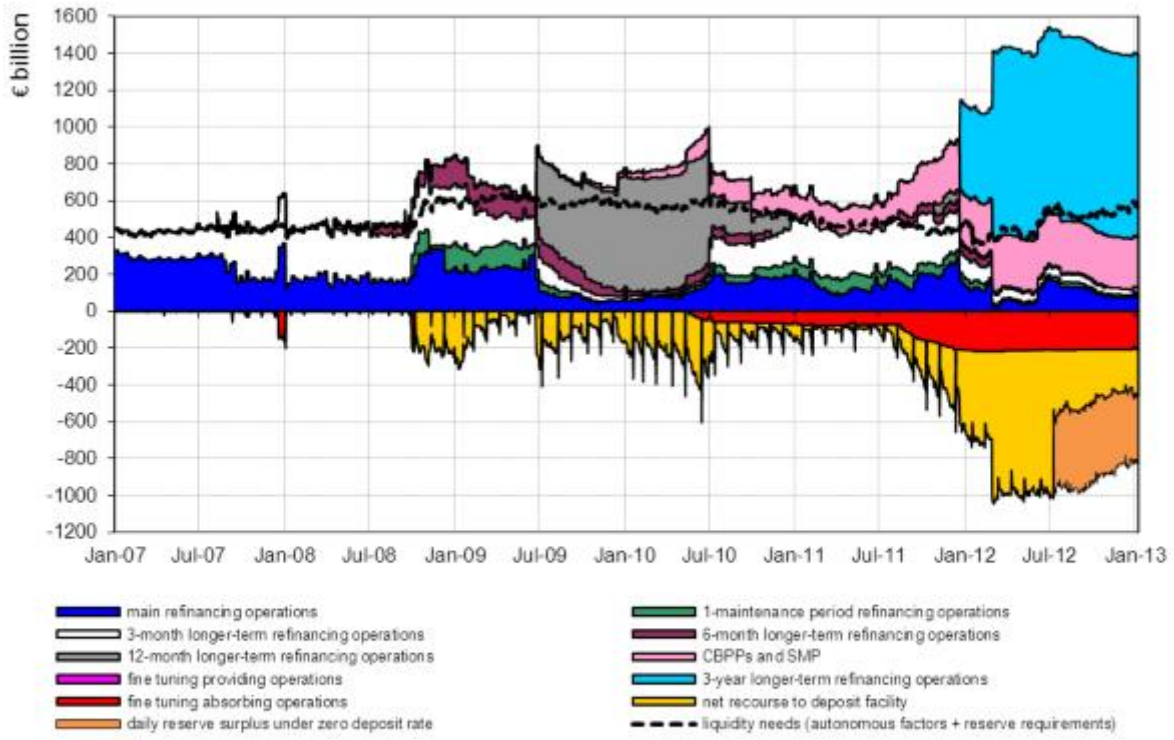
1.1[69] *Ça va sans dire che l'introduzione della clausola può impedire agli Stati sovrani la ridenominazione del proprio debito in una nuova valuta nazionale*.

raggiunsero livelli proibitivi. La BCE ha potuto d'altronde giustificare la sua azione solo quando i segni di deviazione dei prezzi dall'obiettivo statutario si è fatta più che evidente.

Conclusioni

Alla luce di queste lezioni, possiamo distinguere quattro fasi dell'espansione del bilancio della BCE (figura 1). La prima (2008-10) in cui la BCE ha svolto, al pari delle altre grandi banche centrali, il ruolo di prestatore di ultima istanza in una fase in cui io flusso del credito interbancario si era interrotto. Lo ha fatto efficacemente attraverso il cosiddetto "enhanced credit support". Una seconda fase (2011-13) in cui essa ha dovuto impedire, attraverso il combinato disposto di Target 2 e operazioni di rifinanziamento, la crisi dei sistemi bancari e dei debiti sovrani di alcuni grandi paesi soggetti a massicce fughe di capitali. Dal punto di vista della creazione di liquidità in queste due prime fasi la BCE ha agito accomodando passivamente la domanda di liquidità espressa dal sistema bancario. Solo l'assicurazione dell'OMT, pur nelle sue ambiguità, ha tuttavia consentito nella terza fase (2013-14) il rientro dalla fase più acuta della crisi e, successivamente, il ritorno dei flussi di capitale. Quella che invece non è ritornata è la crescita, e pour cause dato che nessuna misura è stata intrapresa per sostenere la domanda aggregata, anzi la politica fiscale ha sistematicamente remato contro determinando l'affacciarsi della deflazione. Con la quarta fase - quella che si è aperta nel gennaio 2015 col QE – la BCE intende espandere il suo bilancio di propria iniziativa con lo scopo di sostenere la domanda aggregata, obiettivo naturalmente mascherato da quello di riportare il tasso di inflazione al di sotto, ma vicino al 2%. Che il QE comporti un rilancio della domanda aggregata è tuttavia assolutamente opinabile.

Figure 5 Eurosystem monetary policy operations



Source: ECB.

Notes: Last observation: 11 January 2013. For a reading in black-and-white, the largest items at the beginning of the period are, in order, 'main refinancing operations' and '3-month longer-term refinancing operations'. The largest item between mid-2009 and mid-2010 corresponds to '12-month longer-term refinancing operations'. The two largest positive items at the end of the period are, in order, '3-year longer-term refinancing operations' and 'CBPPs and SMP'.

Da http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf

- *Figura 1* -

Nelle lezioni abbiamo scelto di fissare le diverse fasi della politica monetaria attraverso l'espansione, contrazione e ora nuova espansione del bilancio dell'Eurosistema. La figura 2 mostra lo stato patrimoniale dell'Eurosistema al 7 gennaio 2015. Nonostante la nuova iniziativa TLTRO, la voce LTRO è ben sotto il livello dell'ottobre 2013, segno che la restituzione dei fondi LTRO era continuata nel corso del 2014. L'iniziativa TLTRO ha ricevuto peraltro una accoglienza inferiore alle aspettative. Si osservi anche dal lato del passivo l'interruzione, decisa nel giugno 2014, delle operazioni di sterilizzazione del SMP

.

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di €, 7 gennaio 2015)

Attività	*Passività*
Fattori autonomi dal lato attività	**Fattori autonomi dal lato passività**
1361	1842
(principalmente canale estero)	(principalmente banconote)
Operazioni di politica monetaria	**Operazioni di politica monetaria**
MRO	Riserve
156	318
LTRO	Riassorbimento SMP
473	0
CBPP + SMP	
217	Deposito marginale
Finanziamento marginale	48
1	
2.208	2.208

Fonte: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs150107.it.html

- Figura 2 –

La figura 3 mostra la situazione dopo un mese di QE. Come si vede la voce LTRO continua a diminuire segno che la restituzione del VLTRO supera la richiesta di TLTRO. In aumento è invece l'acquisizione di titoli a scopo di politica monetaria, indicato dalla serie di acronimi CBPP + SMP + ABSPP + PSPP che abbiamo imparato a conoscere nelle lezioni, ciò che riflette l'avvio del QE cominciato al principio di marzo. L'organetto di Draghi ha ricominciato dunque a riespandersi, ma che questo suoni l'avvio a una ripresa consolidata è da dubitare.

Stato patrimoniale dell'Eurosistema (miliardi di €, 27 marzo 2015)

Attività	*Passività*
Fattori autonomi dal lato attività	**Fattori autonomi dal lato passività**
1426	1894
(principalmente canale estero)	(principalmente banconote)
Operazioni di politica monetaria	**Operazioni di politica monetaria**
MRO	Riserve
121	293
LTRO	Riassorbimento SMP
417	0
CBPP + SMP + ABSPP + PSPP*	
287	Deposito marginale
Finanziamento marginale	64
0	
2.251	2.251

*I titoli in portafoglio a scopo di politica monetaria al 27/3/2015 si componevano di: CBPP = 110,5 miliardi; ABSPP = 4,6 m.; SMP = 140,9m.; PSPP = 41,0m.

Fonte: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs150331.en.html

- Figura 3 -

Riferimenti bibliografici

Altavilla C., Giannone, D. and Lenza, M. (2014), The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements, ECB, WORKING PAPER SERIES, NO 1707 . http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1707.pdf

Angelini P., Grande G., Panetta, F. (2014), The Negative Feedback Loop between Banks and Sovereigns Bank of Italy, Bank of Italy, Occasional Paper No. 213

Artus, P. (2014), Difference between the monetary policies conducted in the United States and in the euro zone: Key characteristics, causes, positive or negative consequences, Natixis ECONOMIC RESEARCH, 17 January2014 No. 35

Barba, A., De Vivo, G. (2013): Flawed currency areas and viable currency areas-external imbalances and public finance in the time of the euro, *Contributions to Political Economy*, 32(1), 73–96.

Bindseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation*. *Theory-Past-Present*, Oxford: Oxford University Press.

Bruegel (2015) http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1540-sovereign-qe-and-national-central-banks/

Carpenter, S.B. and Selva Demiralp, S. (2010), Money, Reserves, and the Transmission of Monetary Policy: Does the Money Multiplier Exist?, Finance and Economics Discussion Series: 2010-41 Screen Reader version, available at: http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201041/

Cesaratto S. (2013a), 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., Stirati A. (2011), Germany in the European and Global Crises, *International Journal of Political Economy*, vol. 39, no. 4, Winter 2010–11, pp.56–87; working paper version: http://www.econ-pol.unisi.it/dipartimento/it/node/1267

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. (2013b), The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* 10 (3): 359-382.

Cesaratto, S. (2015), Balance of payments or monetary sovereignty? In search of the EMU's original sin - a reply to Lavoie, *International Journal of Political Economy*, vol. 44 (2), WP version (2014): http://www.asimmetrie.org/working-papers/wp-201406-balance-of-payments-or-monetary-sovereignty-in-search-of-the-emus-original-sin-a-reply-to-lavoie/

Cesaratto, S. (2015), The State spends first: logic, facts, appearances, open questions. A note, mimeo.

Claeys, G., Leandro, A. and Mandra, A. (2015), European Central Bank quantitative easing: the detailed manual, http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/872-european-central-bank-quantitative-easing-the-detailed-manual/

Constâncio, V. (2014), A new phase of the ECB's monetary policy, speech at the "ECB's workshop on non-standard monetary policy measures", Frankfurt am Main, 6 October, available at: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141006.en.html

Coppola, F. (2013), QE myths and the Expectations Fairy, http://coppolacomment.blogspot.it/2013/06/qe-myths-and-expectations-fairy.html

Cour-Thimann, P. (2013) " Target Balances and the Crisis in the Euro Area," CESifo Forum Special Issue April, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich. *Cour-Thimann,* P. and Bernhard *Winkle, 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, available at:* http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1528.pdf

De Cesare, A., Grande, G., Manna, M. and Taboga, M. (2012), Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries, Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza, (Occasional papers), Number 128. Available at: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0128/QEF_128.pdf

De Grauwe, P. (2015a)
http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/01/quantitative-easing-and-euro-zone

De Grauwe, P. e Ji, Y. (2013), Fiscal implications of the ECB's bond-buying programme, *Vox*, available at: http://www.voxeu.org/article/fiscal-implications-ecb-s-bond-buying-programme

De Grauwe, P. e Ji, Y. (2015b), http://voxeu.org/article/quantitative-easing-eurozone-its-possible-without-fiscal-transfers

Di Cesare, A., Grande, G., Manna, M. and Taboga, M. (2012), Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries, Bank of Italy, Questioni di Economia e Finanza, (Occasional papers), Number 128. Available at: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2012-0128/QEF_128.pdf

Dolan, E. (2013), http://www.economonitor.com/dolanecon/2013/03/22/bailouts-bail-ins-haircuts-and-all-that-program-notes-for-the-cyprus-banking-drama/

Draghi, M. (2014), Unemployment in the euro area, speech at the Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August, available at: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140822.en.html

ECB 2014, The ECB's Forward Guidance, *Monthly Bullettin*, April.
Eser, F., Amaro, M.C., Iacobelli, S. and Rubens, M. (2012), The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and *operational framework* since 2009. ECB, Occasional paper series no 135, August, available at http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp135.pdf
EU (2015) http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2015/qrea1_en.htm
EU (2015) http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2015/qrea1_en.htm

Febrero, E. and J. Uxó. 2013. "Understanding TARGET2 imbalances from an endogenous money view", Working paper DT-DAEF 2013/2, University of Castilla-La Mancha. WP version: http://www.uclm.es/dep/daef/DOCUMENTOS%20DE%20TRABAJO/DT-2013/2013-2%20DT-DAEF.pdf

Gros, D. (2013), http://www.voxeu.org/article/banking-union-if-ireland-were-nevada

IMF (2013), UNCONVENTIONAL MONETARY POLICIES—RECENT EXPERIENCE AND PROSPECTS - BACKGROUND PAPER, April 18, available at: http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf

IMF (2014) Euro Area – Q&A on QE, by Reza Moghadam et al. , available at: http://blog-imfdirect.imf.org/2014/07/14/euro-area-qa-on-qe/

JKH (2015) http://monetaryrealism.com/the-unpleasant-fiscal-arithmetic-of-eurozone-qe-with-risk-of-sovereign-defaults/

Johnston, A. e Pough, T. (2014), The Law and Economics of *Quantitative* Easing, Sheffield Institute of Corporate and Commercial Law, Working paper series, July, available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2463160

Kalecki, M. (1943), Aspetti politici del pieno impiego, http://www.sinistrainrete.info/teoria-economica/2834-micha-kalecki-aspetti-politici-del-pieno-impiego.html

Koo, R.C. (2014), The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy, Wiley; Chapter 1 available at: http://media.wiley.com/product_data/excerpt/24/11190281/1119028124-45.pdf

Lavoie, M. (2015), The Eurozone: Similarities to and Differences from Keynes's Plan, *International Journal of Political Economy*, vol. 44 (1) (versione precedente: The Eurozone: Mundell's or Keynes's Brainchild?, paper presented at the International Research Workshop 'Full Employment in Europe: With or Without the Euro?', Grenoble, May 15-16, 2014)

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

Menichelli, F. (senza data), Il processo di nazionalizzazione del debito pubblico italiano, NENS, available at: http://www.nens.it/_public-file/Nazionalizzazione.TER.pdf

Menichelli, F. (senza data), Il processo di nazionalizzazione del debito pubblico italiano, NENS, available at: http://www.nens.it/_public-file/Nazionalizzazione.TER.pdf

Mercier, P. (2014), The Eurosytem, the banking sector and the *money market*", Banque Central du Luxembourg, Working Paper, No. *92*, July 2014, available at: http://www.bcl.lu/fr/publications/cahiers_etudes/92/BCLWP092.pdf

Mercier, P. (2014), The Eurosytem, the banking sector and the *money market*", Banque Central du Luxembourg, Working Paper, No. *92*, July 2014, available at: http://www.bcl.lu/fr/publications/cahiers_etudes/92/BCLWP092.pdf

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

Merler, S. (2014), TLTRO spoils Christmas holidays at the ECB, available at: http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1503-tltro-spoils-christmas-holidays-at-the-ecb/

Minenna, M. (2014), Il Programma di *Rifinanziamento* del Debito Pubblico Europeo, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2497396

Minenna, M. (2015) http://www.cgil.it/Archivio/politiche-economiche/Forum_Economia/QE.pdf

Mody, A. (2014), The ECB's balance sheet, if needed, available at: http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1494-the-ecbs-balance-sheet-if-needed/

Mody, A. (2014), The ghost of Deauville, Bruegel blog.
Muellbauer, J. (2014), Combatting Eurozone deflation: QE for the people, *Vox*, http://www.voxeu.org/article/combatting-eurozone-deflation-qe-people

Odendhal, C. (2014), Quantitative easing alone will not do the trick, CER, available at: http://www.cer.org.uk/insights/quantitative-easing-alone-will-not-do-trick

Orphanides A. (2013), The Euro Area Crisis: Politics over Economics, presentation at the International Atlantic Economic Society, Philadelphia, available at: http://www.iaes.org/wp-content/uploads/2013/11/Distinguished-Address-P2013.pdf

Orphanides, A. (2014), ECB policy and Fed normalization, CEPR POLICY INSIGHT No. 74, http://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight75.pdf

Praet, P. (2014), Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB, at the Peterson Institute for International Economics in Washington, DC, 9 December, available at: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141209.en.html

Sinn, H-W. (2011): The ECB's stealth bailout, *Vox*, URL: http://www.voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout

Sinn, H-W. (2015) http://voxeu.org/article/why-taxpayer-hook

Terzi, A. (2015), http://memmt.info/site/andrea-terzi-e-linganno-del-quantitative-easing-in-sei-punti/

Vianello, F. (2005), La moneta unica europea, in http://www.fernandovianello.unimore.it/site/home/una-selezione-di-scritti.html

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

Wolff, G.B. (2014), Eurosystem collateral policy and framework: Was it unduly changed?, Bruegel policy contribution, ISSUE 2014/14 NOVEMBER 2014 available at: http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/857-eurosystem-collateral-policy-and-framework-was-it-unduly-changed/ICY

a/ working papers series

Italian Association for the Study of Economic Asymmetries
postal: via Filippo Marchetti 19, I-00199 Roma, Italy
www.asimmetrie.org / email: info@asimmetrie.org

2015/09 Stefan Kawalec: The Permanent Necessity to Undervalue the Euro Endangers Europe's Trade Relations
2015/08 Sergio Cesaratto: Alternative Interpretations of a Stateless Currency Crisis
2015/07 Vladimiro Giacché: Spiegare la crisi - Stagnazione secolare o caduta tendenziale del saggio del profitto?
2015/06 Giorgio Di Maio & Paolo Landoni: Beyond the Gini index: Measuring Inequality With the Balance of Inequality Index
2015/05 Merike Kukk: How Did Household Indebtedness Hamper Consumption During the Recession? Evidence From Micro Data
2015/04 Gianluigi Nocella: Competitività e distribuzione funzionale nell'Eurozona
2015/03 Giovanni Battista Donato: The Cyprus Crisis and the Legal Protection of Foreign Investors
2015/02 Sergio Cesaratto: Fra Marx e List: sinistra, nazione e solidarietà internazionale
2015/01 Piotr Ciżkowicz & Andrzej Rzońca & Rafał Trzeciakowski: Membership in the Euro Area and Fiscal Sustainability - Analysis Through Panel Fiscal Reaction Functions

2014/07 Alberto Bagnai & Christian Alexander Mongeau Ospina: Long- and Short-Run Price Asymmetries in the Italian Energy Market: the Case of Gasoline and Heating Gasoil
2014/06 Sergio Cesaratto: Balance of Payments or Monetary Sovereignty? In Search of the EMU's Original Sin – a Reply to Lavoie
2014/05 Alberto Bagnai & Christian Alexander Mongeau Ospina: The a/simmetrie Annual Macroeconometric Model of the Italian economy: Structure and Properties
2014/04 Rodrigo M. Zeidan: Derivatives and Non-Financial Companies: Lessons From the Financial Crisis
2014/03 Carsten A. Holz: The Quality of China's GDP Statistics
2014/02 Josef C. Brada & El-hadj Bah: Growing Income Inequality as a Challenge to 21st Century Capitalism
2014/01 Alberto Bagnai: Un External Compact per rilanciare l'Europa

2013/02 Alberto Bagnai & Arsène Rieber & Anh-Dao Tran: Economic Growth and Balance of Payments Costraint in Vietnam
2013/01 Alberto Bagnai: Unhappy Families are all Alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth, and the Eurozone Peripheral Crises

Our working papers are available at the following Internet addresses:
http://www.asimmetrie.org/category/working-papers/
https://ideas.repec.org/s/ais/wpaper.html