



Moneta e Inflazione

E LA BANCA CENTRALE VA IN TERRITORI INESPLORATI

di [Guido Ascari](#) 17.04.2009

Le normali politiche monetarie adottate dalle banche centrali non funzionano in una crisi economica come quella attuale. Sono necessarie misure non convenzionali: come aumentare la qualità di moneta comprando titoli di stato. E' quanto ha fatto la FED che ha seguito una strategia basata su tre misure: prestare alle istituzioni finanziarie, fornire liquidità direttamente ai mercati monetari e del credito, acquistare titoli a lungo termine.. La BCE. Invece, non ha intrapreso questa via. Il motivo? Il prestatore di ultima istanza è uno solo, lo Stato. Difficile svolgere questo ruolo senza un'autorità fiscale alle spalle, che ripiani eventuali perdite.

Il 2 aprile la BCE ha tagliato il tasso d'interesse di riferimento all'1,25%, accumulando un impressionante taglio complessivo di 300 punti base da ottobre 2008. Ci stiamo avvicinando al **livello minimo**, ossia zero, già raggiunto dall'americana Federal Reserve (Fed). Concentrare l'attenzione sui tassi, come in tempi normali, è però fuorviante. In tempo di crisi, il classico meccanismo di trasmissione della politica monetaria non funziona: da un lato l'aumento della base monetaria non si trasmette in aumento della quantità di moneta, perché le banche tesaurizzano la liquidità presso i depositi della banca centrale; dall'altro, i movimenti del tasso EONIA non si riflettono sugli altri tassi.

IL BILANCIO DELLA FED IN TEMPI NORMALI

La politica monetaria in tempo di crisi si attua mediante misure non convenzionali, che vanno sotto il nome di *quantitative easing* o, nella versione più aggressiva, di *credit easing*. Sommariamente, *quantitative easing* significa "rilassare" la quantità di moneta, ossia aumentarla, comprando assets, tendenzialmente **titoli di Stato**. Le maggiori banche centrali del mondo (tranne la BCE) lo stanno facendo. La Fed si è spinta più di ogni altra nell'uso di queste misure non convenzionali, seguendo una strategia che Bernanke chiama *credit easing*. Questa si basa sulla variazione della dimensione e della composizione del lato dell'attivo del bilancio della Fed. Per comprendere come la politica monetaria agisca in tempo di crisi si deve, quindi, guardare al bilancio della Fed. La Tabella 1 mostra il lato delle attività del bilancio della Fed in varie date.

TABELLA 1

Federal Reserve Assets on Various Dates
(in billions of dollars)

	4 July 07	2 Jan 08	19 Mar. 08	23 July 08	24 Sept 08	20 Nov. 08
Securities						
Held Outright						
Uncommitted	\$790.6	\$740.6	\$860.5	\$365.6	\$299.1	\$297.0
Committed to TSLF				\$114.5	\$187.5	\$192.0
Repurchase Agreements	\$30.3	\$56.3	\$62.0	\$103.8	\$86.0	\$80.0
Loans						
Primary Credit	\$0.2	\$4.9	\$0.1	\$ 17.8	\$39.3	\$91.5
Term Auction Credit		\$40.0	\$80.0	\$150.0	\$150.0	\$415.0
Primary Dealer Credit			\$28.8	\$ 0.0	\$105.7	\$50.2
Portfolio of Maide Lane LLC ¹				\$ 29.0	\$29.4	\$27.0
ACBP Money Market Liq. Facility					\$72.7	\$69.8
Other credit extentions ²					\$44.6	\$85.2
Commercial paper funding facility						\$265.7
Foreign exchange reserves	\$20.8	\$27.3	\$27.3	\$ 25.2	\$25.6	\$25.6
FX swaps		\$24.0		\$ 62.0	\$140.0 ³	\$558.0
Gold ⁴	\$11.0	\$11.0	\$11.0	\$ 11.0	\$11.0	\$11.0
Other assets	\$27.5	\$21.6	\$21.0	\$21.3	\$23.0	\$63.0 ⁵
Total Assets	\$880.4	\$925.7	\$890.7	\$900.2	\$1,213.9	\$2,231.0

¹ Amount associated with the JP MorganChase purchase of Bear Stearns; listed "fair value". ² Credit extentions to AIG. ³ Foreign exchange reserves are approximate values as of end of previous quarter. ⁴ Gold is valued at a constant amount of approximately \$42 per ounce. ⁵ Includes currency outstanding.

Prima della crisi il totale delle attività della Fed è di circa 880 miliardi di dollari. A fronte di passività consistenti sostanzialmente in larghissima parte di circolante, la banca centrale detiene una quantità di titoli in portafoglio, pari a circa il 90% del budget totale. Le altre componenti sono una componente minima.

FASE 1 (AGOSTO 2007- 15 SETTEMBRE 2008): QUANTITATIVE EASING

La crisi scoppia nell'agosto del 2007 e subito le banche centrali di tutto il mondo iniettano **grandi masse di liquidità** nel sistema. Il problema da risolvere è quello della carenza di liquidità da parte degli istituti bancari e finanziari. Nel dicembre del 2007 la Fed istituisce:

533 **Term Auction Facility (TAF)** fornendo base monetaria attraverso aste e a fronte di collateral di diverse tipologie di titoli;

534 **Liquidity Swap Lines** in valuta con BCE e SNB (poi nel 2008 allargato ad altre 12 banche centrali) per fornire dollari alle banche estere.



www.lavoce.info

Il problema successivamente si aggrava. Le banche non si prestano più fondi sul mercato interbancario ed accettano come collaterali solo i titoli di Stato. Nel marzo del 2008, la Fed attua due nuove misure, con lo scopo di chiudere lo spread fra gli Asset-Based-Securities (ABS) o i Mortgage-Asset-Based-Securities (MBS) e i titoli di Stato:

535 **Term Securities Lending Facilities (TSLF)** si prestano titoli del Tesoro in cambio di collaterali in molti altri titoli possibili (ABS e MBS);

536 **Primary Dealer Credit Facility:** senza precedenti recenti, il ruolo di prestatore di ultima istanza è esteso anche a 19 investment banks and brokers.

Alla fine di questa prima fase della crisi, il TAF assorbe circa 150 miliardi, gli swap in valuta 62 e il TSLF 114. È variata la composizione del bilancio della Fed, ma non la sua dimensione totale.

FASE 2 (15 SETTEMBRE 2008-OGGI) : CREDIT EASING

Il 15 settembre Lehman Brothers fallisce. In soli due mesi il bilancio della Fed più che raddoppia raggiungendo 2231 miliardi di dollari a metà novembre. È evidente che il *quantitative easing* non è sufficiente: l'aumento della base monetaria non si trasforma in aumento della quantità di moneta, ossia, questo aumento di liquidità non è trasferito dalle banche al mercato del credito, ma tesaurizzato in riserve in eccesso presso la banca centrale (vedi ultima Figura).

Il primo problema urgente è il **mercato monetario**, dove i fondi monetari, che detengono molti titoli emessi da Lehman, fronteggiano crescenti riscossione delle quote e non trovano finanziamenti. Il 19 settembre, la Fed crea l'**Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)**: si presta direttamente ai fondi monetari per far fronte al rimborso delle quote, accettando come collaterale asset-backed commercial paper (ABCP).

Il secondo problema è quello del **mercato del credito**. La Fed istituisce:

537 7 ottobre, il **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)**: tramite un veicolo la FED acquista sul mercato commercial papers (titoli di debito a breve termine emessi dalle imprese).

538 25 novembre, il **Term Asset Backed Securities Loan Facility (TALF)** per far fluire il credito alle famiglie ed alle imprese (senza ricorrere ai prefetti!). Il TALF presta contro ABS garantiti da prestiti a studenti, al consumo, alle carte di credito e Small Business Administration e dal 10 Febbraio 2009 è esteso anche a MBS.

L'obiettivo è quello di diminuire lo **spread** fra ABS sul credito o i commercial papers ed i titoli di Stato, col fine di far ridurre i tassi pagati da imprese e famiglie su prestiti a lunga scadenza. Un altro modo per raggiungere questo scopo è quello di abbassare, a parità di spread, il sottostante, ossia il rendimento dei titoli di Stato. Come? Comprando titoli di Stato.

Il 18 marzo 2009: la FED annuncia che acquisterà 300 miliardi di dollari di titoli di stato a diversa scadenza, 1.25 miliardi (da 500) di MBS, e titoli di debito di Fannie Mae e Freddie Mac fino a 200 miliardi (da 100).



www.lavoce.info

Queste misure determinano l'esplosione del bilancio della Fed, soprattutto a causa di tre voci: il TAF, il CPFF e gli swap in valuta (Tabella 2).

Tabella 2

	Averages of daily figures (Millions of dollars)			
		Change from week ended		
		Apr 8, 2009	Apr 16, 2008	
Reserve Bank credit	2,098,773	+29,169	+1,231,892	2,169,405
Securities held outright	859,540	+62,623	+310,918	943,181
U.S. Treasury securities	514,565	+9,047	-34,057	526,103
Bills	18,423	0	-51,894	18,423
Notes and bonds, nominal	452,592	+8,982	+17,541	464,032
Notes and bonds, inflation-indexed	39,391	+13	+954	39,473
Inflation compensation	4,158	+50	-659	4,176
Federal agency debt securities	57,760	+2,999	+57,760	61,441
Mortgage-backed securities	287,215	+50,577	+287,215	355,637
Repurchase agreements	0	0	-106,964	0
Term auction credit	455,800	-11,477	+355,800	455,799
Other loans	114,419	-7,609	+81,756	111,202
Primary credit	48,490	-669	+40,649	46,869
Secondary credit	67	+3	+67	60
Seasonal credit	2	-1	-16	2
Primary dealer and other broker-dealer credit	12,886	-4,714	-11,918	10,400
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	2,695	-2,243	+2,695	2,013
Credit extended to American International Group, Inc.	45,106	-465	+45,106	45,479
Term Asset-Backed Securities Loan Facility	5,174	+482	+5,174	6,379
Other credit extensions	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility LLC	250,248	-349	+250,248	238,439
Net portfolio holdings of LLCs funded through the Money Market Investor Funding Facility	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC	26,404	+60	+26,404	26,439
Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC	18,228	-163	+18,228	18,234
Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC	27,359	-117	+27,359	27,412
Float	-2,129	+154	-682	-2,597
Central bank liquidity swaps	293,533	-19,306	+257,533	293,533
Other Federal Reserve assets	55,372	+5,354	+11,292	57,763
Gold stock	11,041	0	0	11,041
Special drawing rights certificate account	2,200	0	0	2,200
Treasury currency outstanding	38,884	+14	+177	38,884
Total factors supplying reserve funds	2,150,898	+29,183	+1,232,069	2,221,530

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

LE DIVERSE POLITICHE ADOTTATE DA FED E BCE



www.lavoce.info

In tempi normali la politica monetaria è **controllo dei tassi** d'interesse, in tempi di crisi è essenzialmente gestione del ruolo di prestatore di ultima istanza. La Fed ha dimostrato fantasia e prontezza nel percorrere terreni inesplorati, seguendo una strategia di politica monetaria basata su tre misure: prestare alle istituzioni finanziarie, fornire liquidità direttamente ai mercati monetari e del credito, acquisto di titoli a lungo termine. Queste misure determinano un aumento della dimensione e una diversa composizione del bilancio della Fed.

Speriamo che Bernanke non se ne debba pentire, e le banche centrali dovranno pensare ad una *exit strategy*. Ma la priorità oggi è generare aspettative d'inflazione futura, per tenere bassi i tassi d'interesse reali futuri attesi. In tempo di crisi, eventuali pericoli di **inflazione** futura assumono, importanza secondaria. Inoltre, dopo l'esperienza degli anni '70, le banche centrali sono molto più attrezzate per combattere l'inflazione, piuttosto che la deflazione.

E la BCE? Anch'essa ha iniziato misure non convenzionali, le quali si limitano ad allargare senza limiti i prestiti alle banche. Nonostante Trichet abbia dichiarato che prossimamente si potrebbero assumere misure di *quantitative easing*, la giustificazione per non averlo finora fatto si basa su due fatti veri: il sistema economico europeo è più bancocentrico e meno finanziarizzato, e il budget della BCE rispetto al PIL dell'Eurozona è più grande di quello della Fed rispetto al PIL USA. Il vero motivo per cui ad oggi la BCE rimane l'unica banca centrale dei paesi sviluppati a non aver adottato misure di *quantitative easing* appare però un altro. Il prestatore di ultima istanza, in fin dei conti, è uno solo: lo Stato. Difficile svolgere appieno questo ruolo senza un'**autorità fiscale** alle spalle, che possa appianare eventuali perdite.

Si veda:

Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report to the Congress, Febbraio 2009,

http://federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

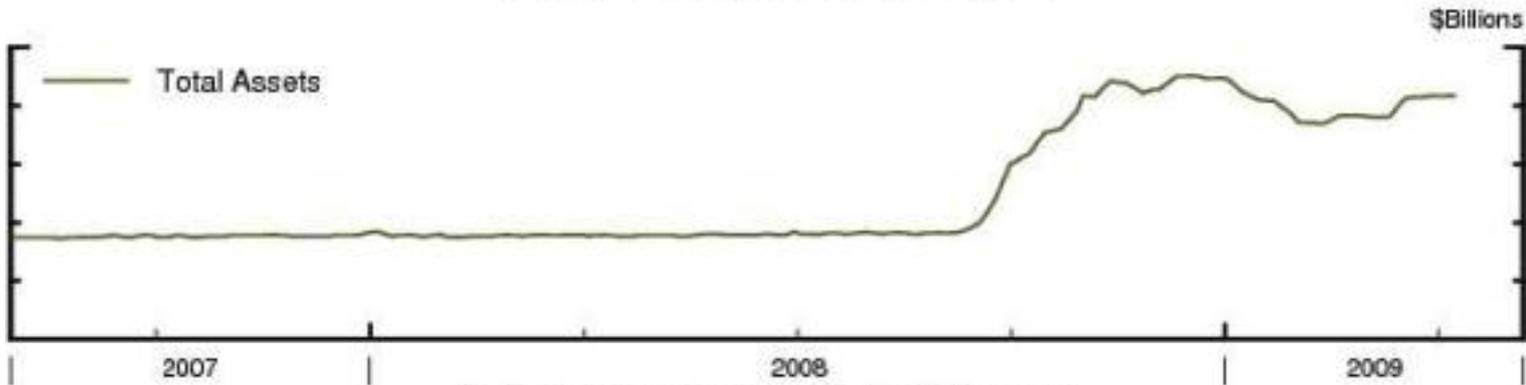
<http://www.clevelandfed.org/research/trends/2009/0209/02monpol.cfm>

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System; Cecchetti: "Crisis and Response: Central Banks and the Financial Crisis", 2009.

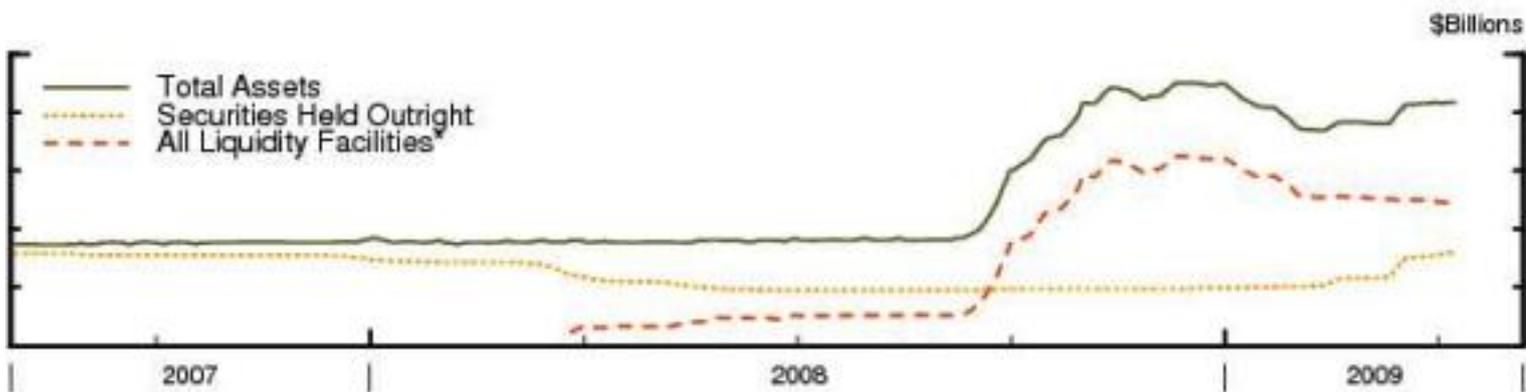


www.lavoce.info

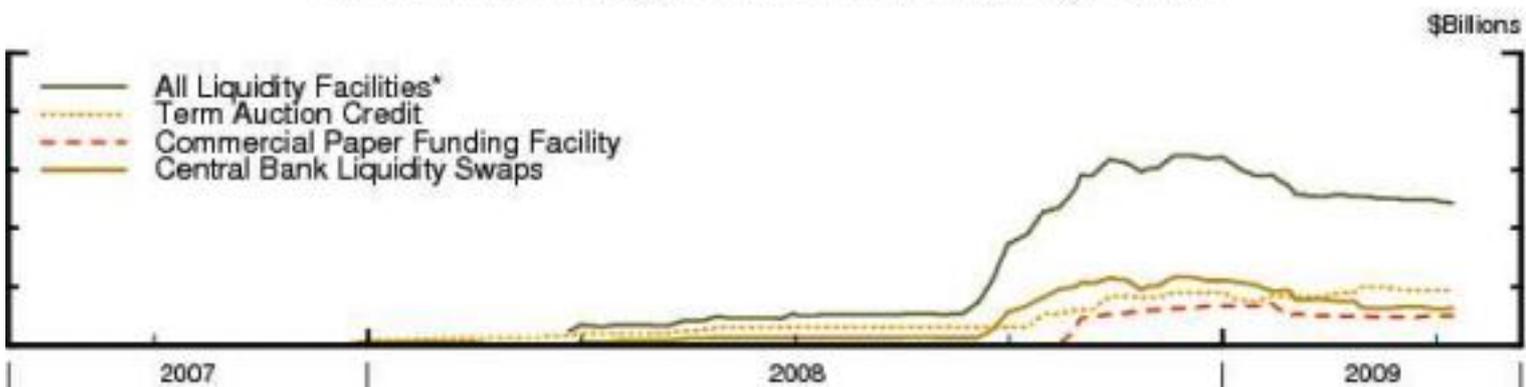
Total Assets of the Federal Reserve



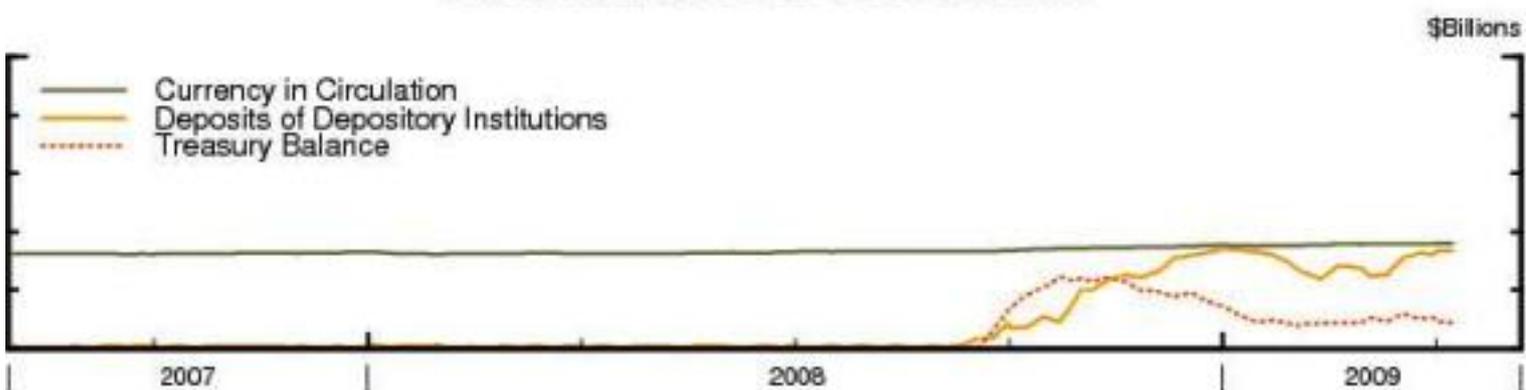
Selected Assets of the Federal Reserve



Credit Extended through Federal Reserve Liquidity Facilities



Selected Liabilities of the Federal Reserve





www.lavoce.info