



2. LA POLITICA MONETARIA NELLA ZONA-EURO E NEGLI USA[♦]

1. La Banca Centrale Europea: tasso ufficiale, comunicazioni e tassi di mercato

Dall'inizio del 2011 i tassi del mercato monetario della zona-Euro si sono mossi lungo un trend crescente, in linea con le informazioni rilasciate dalla Banca Centrale Europea e le previsioni degli operatori su un progressivo aumento del Repo.

Per quanto riguarda la manovra del tasso ufficiale, il mutamento della politica della BCE appare evidente dal contenuto delle “Conferenze stampa” mensili del Presidente. A gennaio e febbraio, infatti, anche se il livello dei tassi era considerato “ancora appropriato” (TAB.1), la forza della politica monetaria veniva definita per la prima volta espansiva e quindi passibile di correzione; nel contempo si sottolineava come l'economia fosse in espansione e come l'inflazione corrente fosse diventata elevata, anche se non ancora pericolosa per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

TAB. 1: Sintesi delle “conferenze stampa”

	Tasso d'interesse	Stabilità dei prezzi	Politica	Repo
Dic	appropriate	maintained	-	1,00
Gen	still appropriate	in line	-	1,00
Feb	still appropriate	in line	-	1,00
Mar	-	Risks are on the upside	Strong vigilance	1,00
Apr	-	upside risks	-	1,25
Mag	-	upward pressure	-	1,25
Giu	-	Risks are on the upside	Strong vigilance	1,25
Lug	(-)	(Risks are on the upside)	(-)	(1,50)

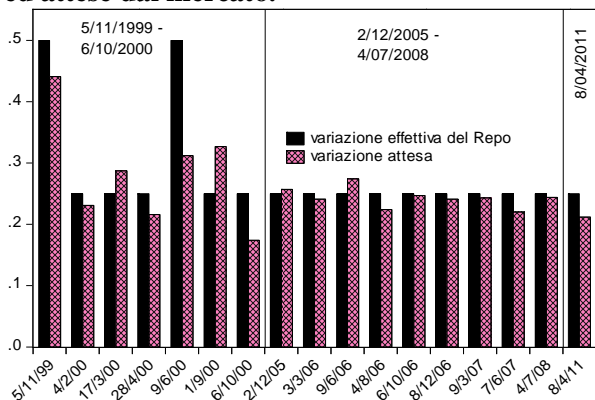
Tra parentesi il probabile contenuto della Conferenza stampa di luglio

[♦] A cura di Giovanni Verga.

La svolta definitiva arrivava con la Conferenza stampa di marzo quando, per la prima volta, il rischio per la stabilità dei prezzi era definito “verso l'alto”, espressione questa che sottintende l'intenzione della Banca Centrale di iniziare una politica di aumenti del tasso ufficiale.

In questa stessa conferenza, come poi si ripeterà a giugno, il Presidente avvisava anche come la BCE dovesse esercitare una “stretta vigilanza” (*strong vigilance*) per contrastare il pericolo inflazionistico: queste parole, per tradizione, sono interpretate dal mercato come l'anticipo di un aumento di 25 bps del Repo nella riunione del mese successivo, cosa che si è puntualmente verificata ad aprile. La prassi di avvertire con un mese di anticipo il mercato dell'intenzione della Banca di procedere all'aumento del tasso ufficiale è in atto dalla fine del 2005 e, per evitare ambiguità, è stata riconfermata durante la Conferenza stampa di giugno dallo stesso Trichet il quale ha sostenuto che “menzionando l'atteggiamento di forte vigilanza del Consiglio direttivo, si intende, come noto, che esso è orientato verso un possibile incremento del tasso nella riunione successiva, anche se non si tratta di un impegno”. Come già avvenuto ad aprile, anche nella riunione del 7 luglio il Consiglio direttivo deciderà quasi certamente un ulteriore aumento del Repo che sarà così portato all'1,50%. E' da molto tempo, infatti, che grazie a questa informazione - e al fatto che dal 2005 gli aumenti sono sempre stati di 25 bps - è facile prevedere se nella successiva riunione il Repo sarà (o meno) aumentato (FIG.1): ne consegue che la reazione dei tassi di mercato alle variazioni del Repo è assolutamente modesta dal momento che essi si aggiustano al nuovo valore ancor prima che l'informazione venga resa ufficiale.

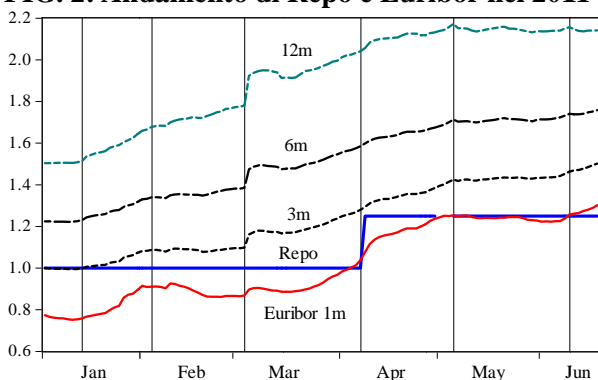
FIG.1: Aumenti del Repo: variazioni effettive ed attese dal mercato.



Fonte: BCE, Euribor e nostre elaborazioni. Le attese si riferiscono alla mattina delle riunioni

In marzo i tassi interbancari a breve (Euribor, Eurepo e OIS) hanno fortemente risentito del mutato atteggiamento della Banca e si sono mossi verso l'alto (FIG.2).

FIG. 2: Andamento di Repo e Euribor nel 2011



Fonte: BCE e Euribor; le linee verticali corrispondono alle riunioni del Consiglio direttivo

Dalla stessa figura emerge anche che l'annuncio del probabile aumento del Repo ad aprile ha in parte sorpreso il mercato, che ha reagito con un repentino aggiustamento dei rendimenti relativi alle scadenze superiori al mese. Si rileva anche come, nei giorni successivi, vi sia stata una piccola controtendenza dovuta alla perplessità che la crisi del debito di Portogallo e Irlanda e l'inizio

della guerra di Libia avrebbe forse convinto la BCE a procrastinare l'aumento del Repo.

2. La politica della liquidità della BCE

Nella riunione di giugno del Consiglio direttivo della BCE è stato riconfermato che la domanda di liquidità delle banche continuerà ad essere interamente soddisfatta a un tasso fisso. Questa modalità, che rimarrà in essere almeno fino all'11 ottobre 2011, riguarda non solo le operazioni di rifinanziamento principali (MRO), ma anche quelle di rifinanziamento "a scadenza speciale" (pari al periodo di mantenimento delle riserva obbligatoria), e quelle "a più lungo termine" (LTRO) a scadenza 1 e 3 mesi. Per evitare ogni incentivo a indebitarsi in presenza di aspettative al rialzo del Repo, il tasso delle operazioni a scadenza speciale sarà, però, lo stesso delle MRO prevalente nel periodo, mentre quello sulle operazioni a 3 mesi sarà pari al valore medio del Repo calcolato durante l'intera vita del rifinanziamento.

La decisione di continuare a soddisfare tutta la domanda di liquidità a tasso fisso si ispira a quello che Trichet ha chiamato *principio della separazione tra misure standard e non-standard*. A differenza di quanto si supponeva un paio d'anni fa – vale a dire che la BCE sarebbe prima tornata alle aste a offerta fissa e poi avrebbe ripreso la politica dei tassi – la Banca ha deciso di anticipare la manovra del Repo (da utilizzare ai fini del mantenimento dell'obiettivo della "stabilità dei prezzi nel medio periodo"), mantenendo nel contempo in vita anche le cosiddette misure "non-standard" sulla liquidità. A queste ultime, introdotte a suo tempo per contrastare la crisi finanziaria, rimane infatti il compito di compensare il funzionamento di alcuni mercati - o segmenti di mercato - non ancora tornati alla normalità. Questo duplice regime non è però destinato a continuare indefinitamente: il

procedimento sarà modificato quando ritenuto appropriato e tenendo presente che le misure non-standard adottate nel periodo di acuta crisi finanziaria sono per loro natura temporanee.

Le ragioni di questo duplice regime sono state spiegate anche nel numero di giugno della “Financial Stability Review”. In esso si sottolinea che dalla fine del 2010 il mercato interbancario risulta caratterizzato da due sviluppi contrastanti. Se da una parte le condizioni complessive di liquidità sembrano tornate a quelle tutto sommato accettabili della prima metà del 2010, dall’altra il mercato monetario risulta come polarizzato, con banche sotto “stress di liquidità” che dipendono pesantemente dal rifinanziamento dell’Eurosistema. Queste banche sarebbero fortemente penalizzate da un’ulteriore indebolimento delle misure non-standard perché - o per la loro particolare situazione, o a causa dei problemi dei titoli sovrani - hanno difficoltà a rifornirsi sull’interbancario.

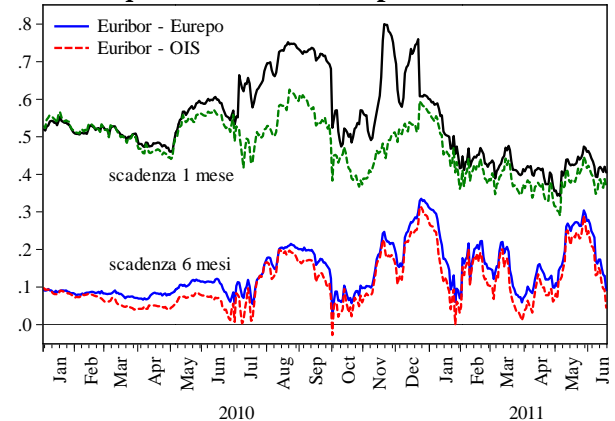
In ogni caso, a livello aggregato, la situazione di liquidità delle banche si sta normalizzando: nonostante il permanere delle modalità non-standard, l’importo del finanziamento è sceso perché si è ridotta la domanda. La liquidità in eccesso (depositi *overnight*) costa 50 bps e, in condizioni “normali”, non conviene detenerla.

In particolare, per quanto riguarda la più recente evoluzione del mercato interbancario e della liquidità delle banche, è stato osservato che:

- la scadenza delle operazioni di creazione di liquidità è tornata alla situazione precedente l’avvio della politica “non convenzionale” successiva al fallimento di Lehman Brothers;
- lo *spread* tra Euribor-Eurepo e Euribor-OIS si è ridotto a maggio-giugno di quest’anno, nonostante le preoccupazioni sui titoli del debito sovrano dei paesi in difficoltà (FIG.3);
- la domanda di rifinanziamento è diminuita, con la conseguenza che si è ridotta anche la

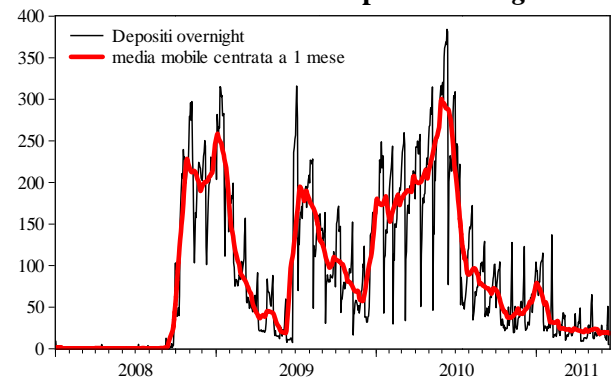
liquidità complessiva del sistema bancario; in particolare, l’ammontare dei depositi *overnight* presso l’Eurosistema è ormai nullo (FIG.4).

FIG. 3: Spread Euribor-Eurepo e Euribor-OIS



Fonte: Euribor e Eurepo.

FIG. 4: L’andamento dei depositi *overnight*



Fonte: BCE; miliardi di euro

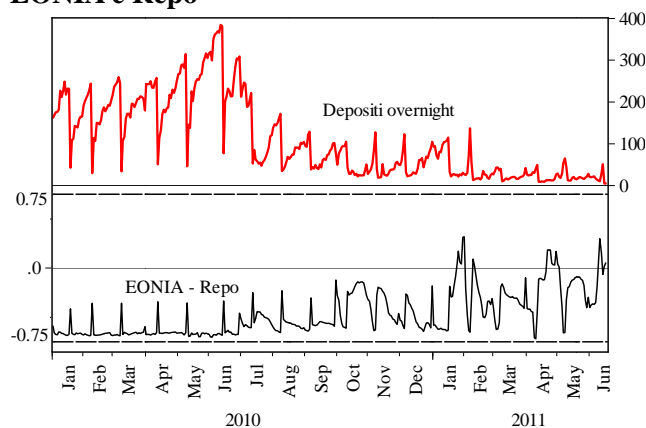
Questa diminuzione della liquidità ha fatto sì che i tassi a più breve scadenza - l’EONIA in particolare (che da molto tempo si situava nella zona inferiore del suo corridoio) - si siano riavvicinati al Repo (FIG.5), superandolo in certi giorni, mentre il volume dell’EONIA è rimasto stabile a 30-60 miliardi di euro. Contemporaneamente, è cresciuta l’attività di prestito nel segmento più breve del mercato interbancario non garantito: il tasso ufficiale sta

così riprendendo la sua usuale funzione segnaletica per i tassi del mercato monetario.

Di fronte a quest'evoluzione positiva, resta il fatto che diversi segni di tensione permangono nel mercato monetario, la cui attività risulta ancora piuttosto limitata.

Qualche ulteriore informazione sulla strategia della Banca Centrale Europea, anche di fronte alle periodiche crisi dei debiti sovrani, è presente nella Conferenza stampa del 9 giugno. Di particolare interesse è la risposta di Trichet a un giornalista che gli chiedeva se gli aumenti dei tassi ufficiali non creassero pressioni al debito di certi paesi. Secondo il Presidente della BCE, una politica di incrementi del Repo atta a mantenere bassa l'inflazione crea un clima di stabilità e fiducia che favorisce anche questi paesi, evitando che le aspettative inflazionistiche facciano lievitare i tassi a medio-lunga scadenza. Sembra quindi che nella sua manovra del Repo la BCE non dia particolare rilevanza al problema del debito sovrano, che invece - in accordo col principio della separazione tra misure standard e non-standard - va eventualmente affrontato col secondo tipo di strumenti.

FIG.5: Depositi overnight e differenziale tra EONIA e Repo



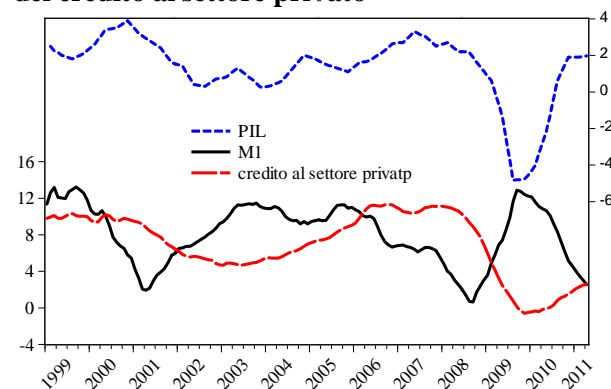
Fonte: BCE; depositi in miliardi di euro

3. Gli aggregati monetari e i tassi bancari nella zona-Euro e in Italia

La crescita della M1, la componente più liquida della moneta costituita in buona parte da depositi a vista, si sta rapidamente avvicinando ai suoi minimi storici. Nella zona-Euro questo movimento verso il basso ha infatti sempre caratterizzato le fasi di ripresa economica, al contrario del credito che si muove in sintonia con l'andamento del PIL reale (FIG. 6).

Sta anche aumentando la crescita della M3 che, confrontata con la decelerazione della M1, segnala l'esistenza di una stasi nella domanda dei depositi cui si contrappone una maggior domanda delle attività di mercato a breve che entrano nella definizione di M3. L'attuale crescita della M3 e del credito (FIG. 7) non è comunque tale da destare eccessive preoccupazioni inflazionistiche: sia quella della M3 (+2,0% ad aprile) che del credito (+2,6%) rimangono di gran lunga inferiori ai loro valori medi storici.

FIG 6: Crescita annua del PIL reale, di M1 e del credito al settore privato

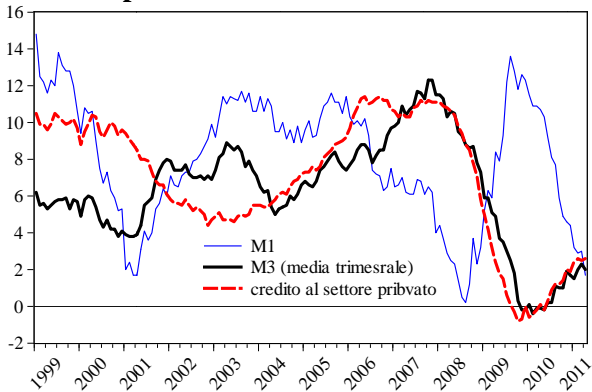


Medie mobili di tre mesi; fonte: BCE

Anche i prestiti bancari – che costituiscono la principale componente del credito – sono in leggera ripresa. I prestiti al settore privato crescevano infatti nella zona-Euro del 2,6% ad aprile, contro l'1,7% nell'ultimo trimestre dello scorso anno: l'incremento permane anche

considerando i valori corretti per l'effetto di cessioni e cartolarizzazioni (2,9% ad aprile contro 2,0% nell'ultimo trimestre 2010).

FIG. 7: Crescita annua di M1, M3 e del credito al settore privato



Fonte: BCE; per la M3 medie mobili di tre mesi.

La TAB. 2 mostra che la ripresa è generalizzata a quasi tutti i comparti, con l'eccezione dei prestiti a scadenza 1-5 anni delle imprese non finanziarie. L'incremento più forte riguarda comunque i mutui per abitazioni delle famiglie.

TAB. 2: Crescita annua dei prestiti bancari nella zona Euro

	2009	2010	2011 apr.
Imprese non finanziarie	-2,2	-0,2	1,0
scadenza: fino a 1 anno	-13,1	-3,5	0,9
da 1 a 5 anni	-2,0	-2,3	-2,4
oltre 5 anni	3,7	2,2	2,2
Famiglie	1,3	2,9	3,4
credito al consumo	-0,2	-1,0	-0,6
mutui per abitazioni	1,5	3,7	4,4
altro	1,9	2,6	1,8

Fonte: BCE.

Questa tendenza alla ripresa degli impieghi bancari è ancor più forte in Italia (TAB.3), dove la crescita dei prestiti risulta superiore a quella del complesso della zona-Euro, sia per le imprese non finanziarie (3,3% ad aprile contro 1,0% nella

zona-Euro) che per le famiglie (3,8% contro 3,4%).

TAB. 3: Crescita annua dei prestiti bancari in Italia

data	Imprese non finanziarie				Famiglie consum.	Totale impieghi
	totale	medio grandi	piccole	di cui: famiglie prod.		
2009 dic.	-3,0	-3,5	-0,6	1,1	3,2	-0,7
2010 mar.	-2,9	-3,6	-0,2	1,4	3,8	-0,2
giu.	-1,8	-2,3	0,0	0,9	4,1	0,4
set.	0,1	-0,3	2,1	3,6	3,9	1,9
dic.	0,9	0,6	2,4	4,4	3,9	2,8
2011 apr.	3,3	3,4	2,9	4,8	3,8	3,4

Fonte: BdI.

Ulteriori elementi sull'attuale evoluzione del mercato creditizio si ricavano dagli indicatori qualitativi riportati nella "Bank Lending Survey" di aprile e relativi al primo trimestre del 2011.

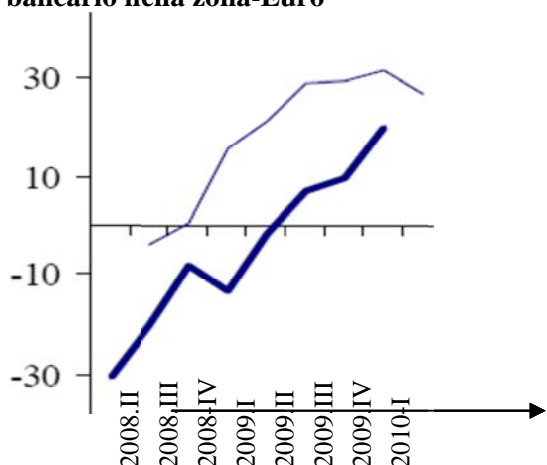
La prima informazione che se ne ricava è che la domanda di prestiti sta aumentando significativamente (FIG. 8). Ciò vale sia per i valori correnti che per le aspettative delle banche per il trimestre successivo (linea più sottile della figura), e in particolare sta crescendo la domanda per investimenti fissi, scorte e capitale circolante. Ne consegue che la dinamica dei prestiti bancari nel corso degli ultimi mesi del 2011 dovrebbe ulteriormente rafforzarsi, nonostante l'effetto depressivo dovuto all'incremento dei tassi d'interesse.

Quanto detto per l'aumento della domanda di credito presente nell'intera zona-Euro vale anche per l'Italia e riguarda tutte le tipologie di imprese; per le famiglie la tendenza non è invece omogenea e permangono alcuni elementi contraddittori.

Passando invece agli standard richiesti per la concessione del credito, la survey suggerisce che

nel primo trimestre del 2011 vi è stato qualche irrigidimento, più dovuto a problemi di liquidità e a condizioni di finanziamento delle banche che a problemi delle imprese.

FIG.8: Incremento della domanda di credito bancario nella zona-Euro



Fonte: BCE-Bank Lending Survey (saldo delle risposte + e -)

In ogni caso la *survey* segnala che a livello di zona-Euro si sono ridotti lo *spread* sui tassi medi e l'incidenza negativa per la clientela delle cosiddette "particolari clausole contrattuali". E' invece ancora cresciuto, e di molto, il margine sui prestiti più rischiosi. Inoltre sono in decelerazione i vincoli sull' "ammontare del prestito o della linea di credito" (in poche parole il razionamento), la richiesta di garanzie e gli oneri addizionali.

I risultati appaiono un po' diversi per l'Italia: sono aumentati i margini d'interesse sia sulla media dei prestiti sia, ancor più, sui prestiti più rischiosi (anche se meno che nel complesso della zona-Euro), mentre tutte le altre voci non segnalano nessun aumento.

L'evoluzione dei tassi praticati dalle banche della zona-Euro è riportata nella TAB. 4.

TAB. 4: Tassi d'interesse bancari sulle nuove operazioni effettuate nella zona Euro

<i>Tassi d'interesse</i>	Dic. 2010	Apr. 2011	Variatz.
TASSI SULLA RACCOLTA			
Famiglie:			
a vista	0,45	0,46	+0,01
fino a 1 anno	2,27	2,47	+0,20
1-2 anni	2,77	2,85	+0,08
oltre 2 anni	2,59	3,08	+0,49
Imprese			
a vista	0,50	0,61	+0,11
fino a 1 anno	1,19	1,57	+0,38
1-2 anni	2,56	2,62	+0,06
oltre 2 anni	2,60	2,93	+0,33
Pronti contro termine	1,07	1,30	+0,23
TASSI SUI PRESTITI			
Imprese non finanziarie:			
Aperture in c/c, sconti carte di debito	3,86	4,13	+0,27
Altri prestiti fino 1 mln €			
fino a 1 anno	3,50	3,78	+0,28
1-5 anni	4,18	4,56	+0,38
oltre 5 anni	3,86	4,23	+0,37
Altri prestiti oltre 1 mln €			
fino a 1 anno	2,59	2,80	+0,21
1-5 anni	2,82	3,52	+0,70
oltre 5 anni	3,51	4,27	+0,76
Famiglie:			
Aperture in c/c, sconti carte di debito	8,63	8,97	+0,34
Credito al Consumo:			
costo complessivo medio	6,89	7,23	+0,34
Mutui per abitazioni:			
costo complessivo medio	3,68	4,04	+0,36
ALTRI TASSI			
<i>Repo</i>	1,00	1,25	+0,25
<i>Euribor a 3 mesi</i>	1,02	1,32	+0,30
<i>Eurepo a 3 mesi</i>	0,61	1,06	+0,45
<i>Eurirs a 2 anni</i>	1,67	2,39	+0,72
<i>Eurirs a 5 anni</i>	2,54	3,12	+0,58
<i>Eurirs a 10 anni</i>	3,32	3,67	+0,35

Fonti: BCE, Euribor, Eurepo, Eurirs; nota: per le voci a vista, C/C, etc. il tasso si riferisce allo stock.

Da questa tabella emerge un incremento generalizzato dei tassi applicati a tutte le nuove operazioni, coerentemente a quanto accaduto ai mercati interbancari. L'aumento appare però molto modesto nel caso della raccolta a vista e, data la rilevanza che ha ancora questa forma di

raccolta, ciò dovrebbe favorire il margine d'interesse delle banche. D'altra parte, nel caso delle voci non a breve termine, occorre considerare che i tassi qui riportati riguardano le nuove operazioni e non le consistenze: vanno quindi considerati sia l'ammontare delle scadenze, sia la percentuale delle indicizzazioni. In particolare, nel caso di banche italiane con obbligazioni in scadenza, rimane il problema di un aumento dello *spread* su questi titoli riconducibile all'aumento del differenziale BTP-Bunt, all'andamento del *rating* e al costo dei collocamenti.

4. Le prospettive dei tassi d'interesse nella zona-Euro

E' ormai dallo scorso marzo che la BCE sostiene che nella zona-Euro vi sia una situazione di pericolo per la stabilità dei prezzi.

In effetti, sia le proiezioni degli esperti dell'Eurosistema (TAB. 5) sia l'andamento di alcuni importanti indicatori economici (TAB. 6) mostrano un deterioramento della situazione rispetto ai valori dello scorso anno; anche se la crescita delle variabili monetarie, a differenza di quanto accaduto nei due precedenti episodi inflazionistici, rimane tuttora coerente con la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

TAB. 5: Proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area-Euro

data della proiezione:	inflazione		PIL	
	2011	2012	2011	2012
2/12/2010	1,3-2,7	0,7-2,3	0,7-2,1	0,6-2,8
3/3/2011	2,0-2,6	1,0-2,4	1,3-2,1	0,8-2,8
9/6/2011	2,5-2,7	1,1-2,3	1,5-2,3	0,6-2,8

Fonte: BCE; variazioni percentuali; medie annue

Tenendo presente che con tutta probabilità il Repo verrà portato all'1,5% a luglio e che Trichet a marzo aveva comunicato che l'aumento dei tassi

non sarebbe stato continuo come nel 2006, si può immaginare per il secondo semestre di quest'anno un ulteriore aumento del Repo di 25 bps, che non dovrebbe avvenire prima di ottobre (e che porterebbe il Repo all'1,75%), e, forse, un altro a dicembre. Una nostra stima econometrica suggerisce che se i principali indicatori economici rimanessero fermi ai loro valori di giugno, a dicembre il tasso sarebbe probabilmente di 1,75 punti con un intervallo di confidenza di +/- 25 bps. Questi valori non sono in contraddizione col rendimento del future sull'Euribor a 3 mesi rilevati il 27 giugno 2011: 1,68 per la consegna di settembre e 1,77 per quella di dicembre.

TAB. 6: Alcuni dei principali indicatori della zona-Euro per la politica monetaria

<i>Valori disponibili al momento delle riunioni</i>	2010 Mag.	2011 Feb.	2011 Giu.
Inflazione	1,50	2,40	2,70
ΔPrezzi alla produzione	0,90	5,30	6,70
Prezzo petrolio (EUR)	64,00	72,60	79,80
ΔPrezzo petrolio (EUR)	64,10	34,44	29,55
Cambio \$/€	1,34	1,34	1,44
ΔCambio \$/€	1,64	-6,39	14,20
ΔPIL	-2,20	1,90	2,50
ΔProd. Industriale(*)	0,10	6,87	6,47
ΔProd. Manifattur. (*)	0,20	7,23	8,07
Indice di Fiducia Eurocoin	100,60	106,50	105,50
ΔM1	0,67	0,48	0,62
ΔM3 (media 3 mesi)	10,90	4,40	1,70
ΔPMI	-0,10	1,60	2,10
Euribor-Eurepo (1m)	-0,20	1,90	2,60
<i>Aspettative (SPF)</i>			
Inflazione fra 1 anno	0,05	0,12	0,12
Inflazione fra 2 anni	1,40	1,80	1,90
Inflaz. a medio periodo	1,70	1,80	1,90
ΔPIL fra 1 anno	1,90	2,00	2,00
ΔPIL fra 2 anni	1,40	1,40	1,60
ΔPIL a medio periodo	1,60	1,80	1,80
	1,80	1,90	1,90

Ultimi valori disponibili alle date indicate; Δ = variazione percentuale annua; in grassetto: maggior contenuto inflazionistico; (*) = media ultimi tre mesi; Fonte: BCE, Euribor, Eurepo.

Considerando che nello stesso giorno il valore

dell'Euribor a un mese era di 1,311 (comprensivo di un rateo di 16 bps per l'aumento del Repo di luglio) si può stimare per differenza che l'aumento atteso del Repo da luglio a ottobre sia di 25 bps, mentre ci sarebbe circa il 50% di probabilità di un altro aumento a fine anno.

A risultati sostanzialmente analoghi si arriva utilizzando le previsioni di consensus raccolte da *bfinance*, specialmente qualora si considerino i valori mediani delle previsioni sul Repo (TAB. 7). Quanto detto suppone, ovviamente, che il passaggio della presidenza della BCE da Trichet a Mario Draghi non muti l'impostazione di politica monetaria della BCE. In effetti, l'attuale regola seguita dal Consiglio direttivo di "un uomo un voto" fa sì che, come nel caso del passaggio da Duisenberg a Trichet, la politica non subirà mutamenti.

TAB. 7: Previsioni di consensus raccolte da *bfinance*

	Repo		Euribor		tasso decennale	
	ago	nov	ago	nov	ago	nov
Media	1,44	1,69	1,72	1,97	3,53	3,65
Mediana	1,50	1,75	1,73	2,00	3,50	3,60
Minimo	1,25	1,50	1,35	1,60	3,40	3,50
Massimo	1,75	2,00	2,10	2,40	3,70	3,90
n.intervistati	10	10	10	10	9	9

Fonte: *bfinance*; dati del 6 giugno 2011

Le previsioni di consenso presuppongono anche che la BCE non cambi la sua politica del tasso in risposta al riacutizzarsi della crisi sul debito sovrano, che proprio da qualche settimana si è aggravata anche in seguito all'ulteriore *downgrade* del rating della Grecia e alla lentezza in alcune decisioni sugli aiuti da fornire all'economia ellenica (oltre alla minaccia per il rating italiano da parte di Moody's e Standard & Poor's). Questo problema, che coinvolge ovviamente anche l'Italia, ha fatto salire a 222 bps il differenziale fra il rendimento dei BTP

decennali e i bund tedeschi, e ha provocato un ulteriore deprezzamento dell'euro rispetto al franco svizzero (FIG.9).

FIG. 9: Il cambio franco svizzero/euro nel 2011



Fonte: BCE

La nostra ipotesi è che per quanto concerne il problema del debito la BCE continui ad attivare il *Securities Market Programme* (SMP) di acquisto di titoli di Stato, la cui creazione di liquidità viene poi sterilizzata attraverso operazioni di *fine-tuning*, senza impatti sui tassi e senza modificare la politica del Repo.

5. L'attuale politica della Fed

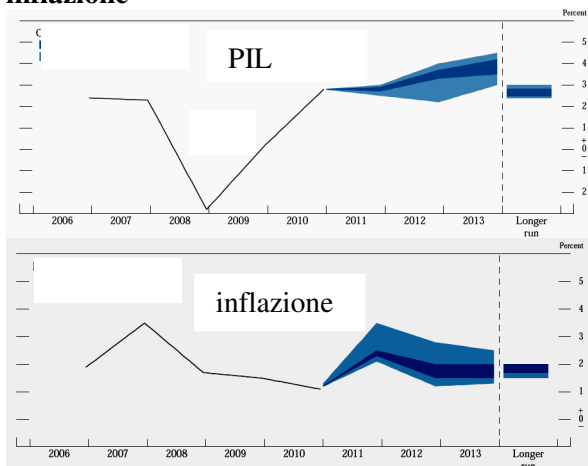
A differenza della BCE, la Banca Centrale Americana, che un anno fa sembrava potesse anticipare la BCE nel ritorno alla politica monetaria tradizionale, sta invece proseguendo nella sua politica "quantitativa" di "tasso zero" e di elevata liquidità bancaria, iniziata alla fine del 2008.

Nell'ultima riunione del FOMC (22 giugno 2011), al fine di accelerare la ripresa economica e mantenere un'inflazione coerente col suo mandato, il Comitato ha infatti deciso che:

- la fascia obiettivo del *federal funds rate* rimane a 0-0,25%;

- la politica di tassi “eccezionalmente bassi” proseguirà per un periodo prolungato di tempo: è infatti previsto che le attuali condizioni dell’economia USA, contrassegnata da bassa capacità utilizzata e contenuta inflazione di medio periodo, permarranno nel futuro. In ogni caso il Comitato continuerà a prestare molta attenzione all’evoluzione dell’inflazione corrente e attesa;
- verrà completato a fine giugno il programma QE2 (annunciato il 3 novembre dello scorso anno) di acquisto di 600 miliardi di dollari in titoli del Tesoro a lungo termine, al ritmo di circa 75 miliardi al mese, e il Comitato manterrà la sua attuale politica di investire l’ammontare dei titoli scaduti e rimborsati. Il Comitato rivedrà regolarmente l’ammontare e la composizione dei titoli in portafoglio, coerentemente con gli obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi.

FIG. 10: Le previsioni della Fed su crescita e inflazione



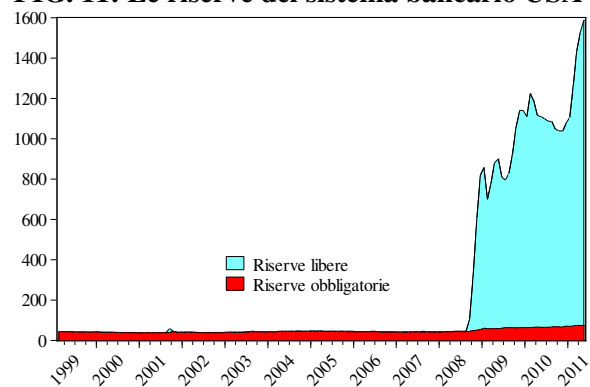
Fonte: Fed¹

¹Le aree colorate indicano l’intervallo in cui cadono le previsioni di PIL e inflazione con riferimento al periodo 2010-2013.

Il FOMC ha inoltre sottolineato che gli attuali indicatori suggeriscono una continuazione della ripresa economica - anche se a un passo più lento di quanto anticipato –soprattutto con riferimento al mercato del lavoro. Continua invece l’espansione della spesa delle famiglie e degli investimenti fissi delle imprese, mentre rimangono deboli gli investimenti in immobili non residenziali e il mercato delle abitazioni. E’ anche scontato che l’attuale aumento dell’inflazione sia transitorio e dovuto all’aumento del prezzo delle materie prime (FIG. 10).

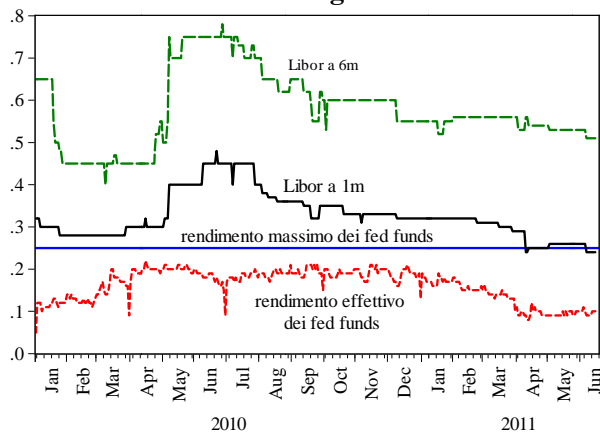
Questa politica, volta a mantenere basso il tasso ufficiale e elevata la liquidità (FIG.11), sta avendo un effetto particolarmente incisivo sui tassi di mercato americani.

FIG. 11: Le riserve del sistema bancario USA



Fonte: Fed; miliardi di dollari.

Sia il rendimento effettivo dei Fed funds che il Libor rimangono a livelli storicamente molto bassi (FIG.12), ed entrambi ben inferiori ai corrispondenti rendimenti della zona-Euro (EONIA e Euribor).

FIG. 12: I tassi a breve negli USA


Fonte: Fed

6. La gestione della liquidità da parte della banca centrale americana

Come ha spiegato lo stesso Bernanke in una Testimonianza al Congresso tenuta lo scorso anno, la risposta della Fed alla crisi può essere divisa in due parti: quella per combattere la crisi finanziaria vera e propria e quella per combattere la recessione.

La prima si riferisce alla fase iniziale della crisi - cioè dall'agosto 2007 alla fine del 2008/inizio del 2009 - contrassegnata da panico finanziario e disfunzioni nei mercati: molti debitori privati in crisi di liquidità faticavano a ottenere prestiti a breve termine, con grave pericolo per la stabilità finanziaria e il normale funzionamento del credito bancario. In questa situazione la Fed, oltre a contribuire al salvataggio di grossi istituti, in qualità di prestatore di ultima istanza ha sviluppato diversi programmi *ad hoc* (la Term Auction Facility, TAF, è stata la prima), con cui fornire credito, soprattutto a breve, al settore finanziario per stabilizzarlo e far ripartire l'erogazione del credito alle famiglie e alle imprese. Una volta superata la fase di emergenza, tali programmi (MMIFF, AMLF, CPFF, PDCF, TSLF, TAF, etc.), sono diventati inutili o non più convenienti, e smantellati entro il primo trimestre

2010. Nel contempo sono state anche normalizzate le condizioni delle tradizionali operazioni di sconto effettuate tramite le *discount windows*, che erano state rese più permissive durante la crisi finanziaria: la durata massima è stata riportata da 90gg all'*overnight* mentre è stato rialzato lo *spread* tra il loro tasso e quello dei *federal fund rate*.

La seconda parte della risposta della Fed alla crisi è stata invece dedicata ai provvedimenti anti-recessione. Dopo aver portato il tasso ufficiale quasi a zero, il FOMC ha fornito un addizionale stimolo di politica monetaria mediante un acquisto su larga scala di titoli del Tesoro, *agency mortgage-backed securities* (MBS) e *agency debt*. In conseguenza a questo le condizioni dei mercati ipotecari e di altri mercati del credito privato sono migliorate, mentre sono state esercitate pressioni al ribasso sui tassi dei Treasury bonds e sui prestiti a lungo termine e i relativi *spread*. L'ultima fase, appena conclusa, è stata quella di un acquisto di 600 miliardi di \$ di titoli di stato a lunga, che ha creato ulteriore liquidità e contrastato la crescita dei redimenti a lunga scadenza.

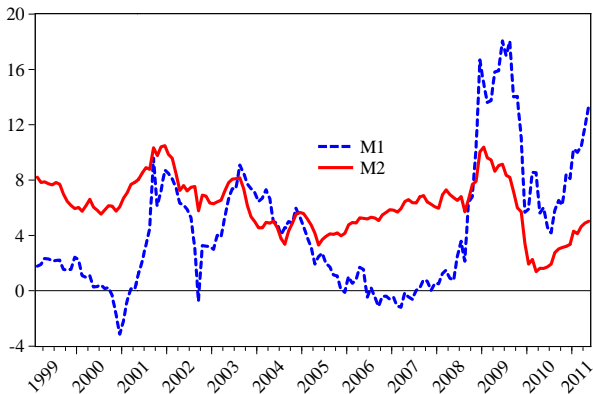
7. Il futuro riassorbimento della liquidità bancaria americana

In risposta alla ripresa economica ormai in atto occorrerà rendere le condizioni di politica monetaria più stringenti per evitare l'insorgere di spinte inflazionistiche; sinora l'enorme creazione di liquidità non ha avuto effetti pericolosamente espansivi né sul credito bancario (TAB. 8) (in ripresa dopo un lungo periodo di andamenti negativi), né sulla crescita degli aggregati monetari. In particolare, la variazione annua della M2 risulta tuttora inferiore alla sua media storica (FIG. 13).

TAB. 8: Crescita annua dei prestiti bancari negli Stati Uniti

	Totale	imprese non finanziarie	prestiti ipotecari	carte di credito	altri prestiti
2006	10,0	13,9	10,4	4,0	11,8
2007	10,2	18,3	6,8	7,0	19,3
2008	2,7	10,4	-0,6	4,4	2,4
2009	-9,6	-16,5	-5,3	-6,2	-22,8
2010-I	-13,5	-23,7	-10,7	-13,5	-17,0
2010-II	-9,3	-19,5	-7,8	-14,9	-1,9
2010-III	-7,4	-13,4	-5,9	-11,7	-5,6
2010-IV	-4,2	-4,0	-5,5	-10,7	2,9
2011-I	-2,7	0,2	-3,8	-8,8	4,7
2011 apr	1,3	11,4	-8,4	-1,6	30,7
2011 mag	0,6	11,1	-6,3	0,4	14,4

Fonte: Fed

FIG. 13: La crescita annua della moneta negli Stati Uniti


Fonte: Fed

Gli strumenti a disposizione della Fed per indurre uno *stance* restrittivo sono numerosi, ma possono essere convenientemente ripartiti in tre gruppi:

- incentivi per mantenere le riserve libere presso la Fed;
- incentivi a trasformare le riserve libere in un'altra passività "non liquida" della Fed;
- vendita di titoli giacenti nel portafoglio della Fed e/o non rinnovo di quelli in scadenza.

Nel caso (a) lo stato patrimoniale della Fed rimane inalterato, mentre nel caso (b) cambia la

composizione dell'attivo ma non il suo totale; le operazioni del tipo (c) riducono invece dello stesso importo sia l'attivo che il passivo oltre a cambiarne la composizione.

Appartiene al primo gruppo la manovra della remunerazione delle riserve bancarie (comprese quelle eccedenti), che, autorizzata dal Congresso nell'ottobre 2008, è uno strumento per regolare i tassi del mercato monetario. Aumentando i tassi, inoltre, le banche sono incentivate a mantenere le loro riserve presso la Fed.

Il secondo gruppo contiene invece l'offerta alle istituzioni depositanti di *depositi a tempo*, simili ai certificati di deposito che le stesse offrono alla loro clientela. Ovviamente il loro rendimento dovrà essere concorrenziale a quello degli altri strumenti del mercato monetario.

Nel terzo gruppo confluiscono gli ulteriori strumenti sviluppati dalla Fed per ridurre l'enorme ammontare di liquidità detenuta dalle banche e, di conseguenza, anche i fondi che affluiscono sul mercato monetario, ripristinando così una più stretta correlazione tra l'interesse pagato sulle riserve e gli altri tassi a breve. A questo scopo la Fed sta già provvedendo ad allargare il numero delle controparti (tra cui i fondi monetari), con cui effettuare operazioni temporanee al di là dei *primary dealers*; sta inoltre sviluppando l'infrastruttura necessaria per usare le agency MBS come collateral di queste operazioni.

E' opinione di Bernanke che l'impiego delle operazioni temporanee di assorbimento e di depositi a tempo dovrebbe consentire alla Fed, se necessario, di drenare in breve tempo centinaia di miliardi di dollari di riserve dal sistema bancario. Va infine ricordato che alla Fed rimane sempre la possibilità di vendere (a titolo definitivo) titoli in portafoglio o non rinnovare quelli in scadenza.