

22 07 2009 Dalla Bce Arriva Un Finanziamento Sospetto

La Bce ha deciso di finanziare massicciamente e su scadenze più lunghe del solito le banche. Secondo la motivazione ufficiale si vuole così favorire la ripresa del credito bancario alle imprese, per sostenere l'economia in una fase particolarmente critica. Il sospetto è che invece la Bce attui surrettiziamente una strategia di finanziamento monetario del debito pubblico degli Stati della zona euro. Con il rischio di una fiammata inflazionistica se fosse poi troppo posticipata l'operazione di ritiro dal sistema della liquidità in eccesso. L'operazione di finanziamento della **Bce** del 25 giugno scorso ha rappresentato un ulteriore salto di qualità nella gestione della politica monetaria nell'area euro. Dopo la fase di consistenti ribassi dei tassi d'interesse ufficiali (dal 4,25 per cento di ottobre 2008 all'1 per cento attuale), la banca centrale è passata a una fase di massiccia **immissione di liquidità** a una scadenza inusuale per la politica monetaria: 442 miliardi di euro prestati per un anno a 1.121 istituzioni del sistema bancario europeo. A ciò si aggiunge il programma di acquisto di *covered bond* (obbligazioni bancarie garantite) per 60 miliardi, in corso di attuazione. Per cogliere l'**eccezionalità** di questi interventi, si osservi che l'ammontare medio delle operazioni a lungo termine in essere al 24 giugno era di 22 miliardi; la scadenza massima utilizzata finora in questo tipo di operazioni erano i sei mesi (e i tre mesi prima della crisi). Ricordiamoci anche che le operazioni con cui viene normalmente gestita la politica monetaria, "Operazioni di rifinanziamento principali", hanno una durata di una settimana.

Perché la Bce ha deciso di finanziare così massicciamente e su scadenze più lunghe del solito le banche? La **motivazione ufficiale**, sottolineata anche nell'intervento di Jean Claude Trichet del 2 luglio, è quella secondo cui la Bce vuole favorire la ripresa del credito bancario alle **imprese**, per sostenere l'economia in una fase particolarmente critica. Di fronte a una dinamica del credito molto debole, il presidente della banca centrale ha esortato le banche a utilizzare i fondi ricevuti per sostenere le imprese, dando loro credito. Questa motivazione non convince. Trichet dovrebbe sapere che la **domanda** di credito in questo momento è molto debole. Inoltre, se il rischio di credito e la scarsità di capitale proprio frenano l'offerta di credito, non sarà certo l'abbondanza di liquidità a convincere le banche ad accrescere i finanziamenti alle imprese. Il sospetto è che la Bce stia attuando surrettiziamente una strategia di finanziamento monetario del **debito pubblico** degli Stati della zona euro. Le banche stanno infatti utilizzando i prestiti ricevuti dalla banca centrale, almeno in parte, per acquistare ingenti quantitativi di titoli pubblici. Ci troviamo così di fronte a una nuova forma di monetizzazione del debito pubblico.

La forma tradizionale era quella *diretta*: la banca centrale acquistava titoli del debito pubblico, pagandoli con base monetaria (passività a vista nei confronti del Tesoro). Questa forma non è più possibile, perché proibita dallo Statuto della Bce. Ecco allora entrare in funzione il *finanziamento monetario indiretto*: la banca centrale concede prestiti alle banche, creando base monetaria (passività a vista nei confronti delle banche, chiamate "riserve bancarie"). A loro volta, le banche utilizzano queste riserve per acquistare titoli pubblici: nel momento in cui acquistano i titoli, le loro riserve presso la banca centrale vengono trasferite al Tesoro. Il risultato finale è che lo Stato emette debito che viene in ultima analisi finanziato con moneta: il bilancio consolidato del sistema bancario, compresa la banca centrale, mostra all'attivo i titoli pubblici e al passivo l'incremento di base monetaria a disposizione del Tesoro. In sintesi: la Bce presta i soldi alle banche e queste li prestano, a loro volta, allo Stato. Può darsi che le intenzioni di Trichet siano diverse e che l'intento della politica monetaria della Bce sia quello di aiutare le imprese. Tuttavia, l'effetto ottenuto è quello appena descritto.

QUESTIONE DI TEMPI Del resto, il problema di come finanziare i disavanzi pubblici in forte crescita a causa della crisi in corso, esiste ed è di ardua soluzione. Come resistere alla

tentazione del buon vecchio espediente di “stampare moneta”? Il **finanziamento monetario** rappresenta una soluzione che ha la sua attrattiva, nella fase attuale: consente ai settori pubblici europei – impegnati in piani di sostegno all’economia e in particolare al sistema bancario – di indebitarsi a un costo molto basso (1 per cento sulle scadenze brevi), senza incontrare problemi nel collocare ingenti quantitativi nelle aste di titoli di Stato. Tuttavia, si pongono preoccupanti interrogativi per il futuro. In linea di principio, la banca centrale è in grado di ritirare dal sistema economico la **liquidità in eccesso** creata in questo periodo. In pratica, individuare il *timing* dell’operazione di rientro sarà difficile. Se troppo anticipata, rischierà di soffocare sul nascere una **ripresa** economica che ancora stenta a manifestarsi, poiché si accompagnerà necessariamente a un aumento dei tassi d’interesse. Allo stesso tempo, il rendimento dei titoli pubblici dovrà aumentare per convincere i risparmiatori ad acquistare la massa di titoli ora nel portafoglio delle tesorerie bancarie: sotto questo profilo, il finanziamento monetario sembra solo un modo per rimandare la soluzione vera del problema. Per non incorrere in questi inconvenienti, la banca centrale potrebbe essere tentata di **posticipare** l’operazione di ritiro della liquidità in eccesso. Il ritardo porterebbe con sé il rischio di alimentare l’inflazione: questo non è certo il problema corrente, ma potrebbe diventarlo in una fase di ripresa economica, in cui le aspettative inflazionistiche si dovessero capovolgere rispetto alla fase attuale. Ricordiamoci che una “**fiammata inflazionistica**” ha effetti redistributivi indesiderabili: colpisce più pesantemente i lavoratori dipendenti, che non possono “aggiustare” rapidamente i loro stipendi. Inoltre riduce il valore reale delle attività finanziarie (a tasso fisso) detenute dai risparmiatori. In ultima analisi, vi sono buone ragioni per garantire l’**autonomia della banca centrale** rispetto alle esigenze di finanziamento del settore pubblico.