

Dipartimento di Scienze Politiche

Cattedra di Politica Economica

IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

RELATORE

Prof. Paolo Garonna

CANDIDATO

Cristina Camastra

Matr. 067972

Anno Accademico 2013/2014

INDICE

Introduzione	p.2
- Il QE nel dibattito economico	p.4
Capitolo 1 Le applicazioni internazionali più recenti	p.7
- L'esperienza americana	p.8
- Il QE giapponese	p.11
- Il QE della "city"	p.13
- Alcune evidenze empiriche	p.14
Capitolo 2 Acquisto della BCE di titoli di stato	p.15
- Le LTRO	p.15
- Le operazioni di rifinanziamento	p.16
- Il "Bazooka" firmato Draghi	p.19
- Il QE europeo nel confronto internazionale	p.20
Capitolo 3 Il QE tra sostenitori e detrattori	p.26
- Le reazioni dei leader politici e delle Istituzioni	p.26
- I commenti della stampa	p.30
Conclusione	p.38
Bibliografia	p.40

IL QUANTITATIVE EASING DELLA BCE

Introduzione

La crisi finanziaria globale iniziata nel 2007 ha causato un aumento vertiginoso del debito sovrano nelle economie avanzate. L'aumento del debito, accumulatosi già nei decenni precedenti, e la preoccupazione crescente riguardo al possibile default degli Stati coinvolti ha innescato vari dibattiti su come risolvere il problema. La crisi è emersa soprattutto in paesi i cui deficit di bilancio e debiti sovrani sono cresciuti in modo esponenziale, con il conseguente ampliamento dello spread e l'assicurazione di rischio sui credit default swap tra questi paesi e gli altri stati membri dell'Unione Europea, soprattutto nei confronti della Germania.

Tra i membri dell'Eurozona toccati dalla crisi vi sono Grecia, Irlanda, Italia, Spagna e Portogallo a cui si aggiungono anche alcuni paesi estranei all'eurozona. Ma la crisi non si è abbattuta esclusivamente sui paesi dell'Unione, questa arriva dagli Stati Uniti dove lo scoppio della bolla dei subprime ha portato anche al fallimento della Lehman Brothers, uno dei principali operatori del mercato dei titoli di stato statunitensi, che nel 2008 dichiara bancarotta con un debito pari a circa 613 miliardi di dollari americani, segnando così il più grande fallimento nella storia delle bancarotte mondiali. Un evento di questa portata ha ovviamente sollevato numerose questioni, date le dimensioni dell'istituto e la sua posizione centrale di intermediario e controparte in diversi mercati finanziari. In seguito a questo, si è passati per un periodo di generale smarrimento in cui banche, operatori e policymakers si sono

trovati a chiedersi come fare e quale sarebbe stato il modo migliore di agire per risollevarsi dalla crisi e uscirne risolutamente.

Anche in Europa ci siamo trovati di fronte al grave quesito: cosa fare? La risposta a questa domanda è stata inizialmente trovata nella politica dell' "austerità", detta anche politica del rigore. Questa politica, che consiste nel richiedere agli Stati membri pesanti manovre fiscali per recuperare moneta con cui ridurre gli alti debiti pubblici, contratti da molti di questi Stati, è stata sponsorizzata particolarmente da quegli Stati membri dell'Unione che prima dell'introduzione dell'Euro avevano una moneta cosiddetta "forte", e in particolare dalla Germania. L'obiettivo di questa politica è far sì che lo Stato sia in grado di pagare il suo debito, e per farlo il modo migliore è contrarre le uscite, causando quindi minori investimenti, e aumentare le entrate. Le critiche a questo modello riguardano soprattutto il fatto che, per aumentare le entrate, ci si sia semplicemente limitati ad aumentare la tassazione, facendo così aggravare pesantemente la situazione economica delle famiglie contribuenti, già in dissesto.

Nonostante questo si presentasse come il metodo più rapido per ottenere denaro, avrebbe però comportato anche un aumento della disoccupazione e di conseguenza una diminuzione dei consumi a danno della produzione.

L'adozione delle politiche dell'austerità ha creato una maggiore sfiducia nei confronti dell'Unione Europea e delle sue istituzioni, questa infatti, presentandosi come un'unione monetaria, non riesce ad essere vista come un'unione di stati e di popoli, in quanto non si è avuta ancora una vera e solida unione a livello politico.

Poiché la “cura” dell’austerità non ha aiutato i paesi a superare la crisi, anzi la ha aggravata, è stato necessario pensare ad altre soluzioni, una di queste è il Quantitative Easing che in alcuni paesi ha dato buoni risultati e ha favorito la ripresa economica. I primi ad applicarlo sono stati, al solito, gli Stati Uniti. Nonostante un primo tentativo non ben riuscito, il QE è stato applicato altre volte finché non si è raggiunto l’effetto desiderato.

Il QE è stato poi introdotto in Giappone con buoni risultati e poi nel Regno Unito con risultati modesti.

L’Unione Europea ha pensato di introdurlo soltanto agli inizi del 2015 su iniziativa del Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi tra molte difficoltà e non poche critiche dato che, ancora una volta, la mancanza di unione politica ha fatto sì che alcuni stati non fossero d’accordo e poi perché l’Europa sembra veramente essere invecchiata e avere perso vigore e fiducia e che non abbia più il coraggio, tipico dei giovani, di osare e rischiare, evitando di percorrere vie nuove.

Il QE nel dibattito economico

La politica di QE è stata sostenuta dai nuovi keynesiani, come per esempio Krugman, e sembra anche avere il sostegno di keynesiani tradizionali e post keynesiani. Al contrario, è stato criticato sia da monetaristi che da nuovi macroeconomisti classici come Taylor. Un primo aspetto negativo è la possibilità che il QE crei una bolla dei prezzi in “hard assets”, titoli dal particolare valore intrinseco come il petrolio, il gas naturale, oro e metalli preziosi, risorse agricole, che provoca notevole distruzione di

ricchezza, quando in seguito scoppia. La gente ha bisogno di risparmiare, soprattutto alla luce del passaggio dal primato dei prestiti a benefici definiti a piani pensionistici a contribuzione definita. Le bolle rendono tale pianificazione per il futuro difficile e impongono risultati altamente arbitrari. Sponsorizzare queste bolle può quindi risultare altamente indesiderabile per le famiglie. Oltre agli effetti sul benessere delle famiglie, sponsorizzare le bolle può anche causare fragilità finanziaria sistemica in quanto banche, assicurazioni e altri intermediari finanziari sono incoraggiati ad assumersi un rischio maggiore. Il costo di tali bolle è duplice: in primo luogo, vi è il costo di cattiva allocazione del capitale a usi improduttivi; in secondo luogo, vi è il costo di danno collaterale inflitto quando la bolla scoppia.

Un secondo aspetto negativo riguarda i rischi connessi alla fluttuazione delle politiche. Nell'esempio degli USA vediamo che la Federal Reserve ha iniettato ingenti liquidità nel settore finanziario. Questa liquidità porta due tipi di rischi. Innanzitutto innesca l'inflazione reale che spinge la Fed ad alzare i tassi di interesse nominali a breve termine bruscamente. In secondo luogo, la Federal Reserve, per motivi di proprie preferenze politiche, alza i tassi di interesse di colpo. In entrambi i casi, il rischio è costituito da un' improvvisa impennata dei tassi nel breve periodo, i tassi di interesse potrebbero causare disagi significativi, come è già accaduto. Questo rischio è stato descritto da Thomas Palley attraverso la metafora di un'auto che frena bruscamente e fa sbattere gli occupanti contro il parabrezza. Il danno che ne proviene è inversamente correlato alla velocità della vettura.

Un ulteriore problema è costituito dagli effetti avversi internazionali. Il QE rischia di deprezzare il tasso di cambio in quanto i detentori di ricchezza nazionale utilizzano la

liquidità per acquistare attività estere. Un altro problema nel contesto attuale sta nel fatto che valute sbagliate possono fare l'apprezzamento. Per esempio, il problema del deficit commerciale degli Stati Uniti è essenzialmente negli scambi con la Cina, ma il tasso di cambio della Cina è controllato. Di conseguenza, il deprezzamento del dollaro potrebbe avvenire a scapito di Brasile e Europa, che invece operano entrambe rispettando le regole del gioco. In tal modo, il QE può aggiungere tensioni economiche internazionali e destabilizzare l'economia globale nella misura in cui punisce gli innocenti.

Capitolo 1

Le applicazioni più recenti

Con *Quantitative Easing*, in italiano alleggerimento o allentamento quantitativo, o anche facilitazione quantitativa, si designa una delle modalità con cui avviene la creazione di moneta da parte della banca centrale e la sua iniezione, con operazioni di mercato aperto, nel sistema finanziario ed economico.

La Banca centrale può ricorrere all'alleggerimento quantitativo per il salvataggio di un istituto di credito, per eliminare dal mercato e dai bilanci delle banche i cosiddetti “junk bond”, titoli tossici con elevati gradi di rischio o con bassa remunerazione, per fornire liquidità al sistema quando le banche non prestano denaro e famiglie e imprese subiscono una stretta creditizia. Immettendo liquidità i tassi di interesse vengono successivamente spinti ad abbassarsi incoraggiando così le persone e le imprese a prendere in prestito e spendere in nuovi investimenti.

I programmi di QE sono eventi rari che accadono solo in tempi di grave stress finanziario e crisi economica. Come risultato da un'indagine econometrica, il QE richiede compromessi difficili che si riflettono nei due tipi principali di studio econometrico dell'impatto del QE sui rendimenti obbligazionari.

Il primo tipo utilizza dati relativi a periodi in cui i programmi di QE erano in funzione, ciò consente un'indagine diretta di questi programmi, ma è possibile solo utilizzando dati giornalieri o altri dati ad alta frequenza. La necessità di dati ad alta frequenza rende difficile il controllo di variabili quali il livello di inflazione e output che possono influenzare il prezzo dei titoli. Questo problema in circostanze normali viene ridotto quando il tasso di interesse a breve termine fissato dai *policymakers* riflette questi

fattori. Tuttavia il quantitative easing non viene utilizzato in circostanze normali, ma solo quando il tasso d'interesse è alla soglia zero e quindi in grado di agire come una statistica sufficiente ad alta frequenza per sviluppi dell'economia reale. L'incapacità di controllare i movimenti di livello di inflazione e output costituisce un considerevole impedimento per questo tipo di studio.

Il secondo tipo di studio econometrico sul QE utilizza dati storici di frequenza inferiore risalenti a prima del 2008, utilizzando un set ricco di variabili esplicative. Tipicamente, questo approccio studia l'impatto dei cambiamenti dello stock di titoli di Stato sui tassi obbligazionari in una situazione normale, non di crisi. Facendo risalire gli esiti a cambiamenti relativamente minori dello stock di titoli in periodo pre-crisi, per riflettere i maggiori movimenti osservati durante il Quantitative Easing, si possono ottenere alcune indicazioni del probabile impatto di questa politica. Ci sono due apparenti punti deboli in questo approccio. In primo luogo, si può indicare il probabile impatto di un'iniziativa di QE generico, ma non l'impatto di un programma specifico di QE. In secondo luogo, e in maniera più ponderata, si presume che le relazioni che guidano i prezzi dei titoli in circostanze normali non vengono modificate dalla crisi economica e finanziaria che porta all'utilizzo di programmi di Quantitative Easing su vasta scala. Entrambi gli studi tuttavia poggiano su ipotesi discutibili.

L'esperienza americana

Vi sono tre casi importanti in cui è stata adottata questa politica, in momenti e situazioni diverse tra loro: negli USA, in Giappone e nel Regno Unito. Gli Stati Uniti sono stati i primi a programmare una politica basata sul Quantitative

Easing. Nel periodo tra il 2007 e il 2009 si è ricorso inizialmente alla pratica del “*easy money*”, seguita poi appunto dal quantitative easing come risposta alla crisi di liquidità del credit crunch. Si è deciso per la pratica del QE in quanto, rispetto all’*easy money*, oltre a immettere liquidità nel sistema a fronte dell’acquisto di titoli tossici in possesso alle banche, consentiva alla Fed di trasformarsi da prestatore di ultima istanza a primo o unico prestatore. Negli Stati Uniti sono stati varati successivamente ben tre programmi di quantitative easing rinominati rispettivamente QE1, QE2, QE3. All’avvento della prima formulazione di quantitative easing la Federal Reserve possedeva tra 700 e 800 milioni di dollari di titoli del Tesoro in bilancio prima della recessione. Alla fine di novembre del 2008, la Federal Reserve ha iniziato a comprare 600 milioni di dollari di titoli garantiti da ipoteca, nel marzo del 2009 possedeva 1.750 miliardi di dollari di debito bancario, titoli garantiti da ipoteca (MBS), e buoni del Tesoro. Questo importo ha raggiunto un picco di 2.100 miliardi di dollari nel mese di giugno 2010. Mentre l’economia ha cominciato a migliorare sono stati bloccati ulteriori acquisti, poi ripresi ad agosto 2010, quando la Fed decise che l’economia non stava raggiungendo un robusto livello di crescita. Dopo la battuta d’arresto nel mese di giugno, le aziende cominciarono a cadere sotto il peso del debito maturato e fu prevista la perdita di 1,7 miliardi di dollari entro il 2012. Il nuovo obiettivo della Fed fu mantenere le partecipazioni a 2.054 miliardi di dollari. Per mantenere questo livello, la Fed ha acquistato 30 miliardi di dollari in titoli da distribuire ogni mese per un periodo di tempo che andava dai due ai dieci anni.

Nel novembre 2010, la Fed ha annunciato un secondo round di quantitative easing che avrebbe comportato l’acquisto di 600 milioni di dollari in titoli del Tesoro, entro la fine del secondo trimestre del 2011. L’espressione “QE2” è diventato un soprannome

onnipresente nel 2010, utilizzato per fare riferimento a questa seconda tornata di allentamento quantitativo da parte delle banche centrali degli Stati Uniti.

Un terzo round di allentamento quantitativo, "QE3", è stato annunciato il 13 settembre 2012, quando la Federal Reserve annunciò un nuovo programma dall'importo di 40 milioni di dollari al mese. Inoltre il Federal Open Market Committee (FOMC) ha annunciato che avrebbe cercato di mantenere il tasso dei fondi federali vicino allo zero almeno fino al 2015. QE3 si è guadagnato il soprannome popolare di "QE-infinito", il 12 dicembre 2012 infatti il FOMC ha annunciato un aumento della quantità di acquisti a tempo indeterminato da 40 a 85 milioni di dollari al mese.

Essendo che l'impatto del QE negli Usa non sembra sia stato ampio né permanente, gli scettici sostengono che nonostante il Quantitative Easing, essendo i tassi europei già molto bassi, le banche europee continueranno a preferire di non concedere prestiti. L'esperienza americana ha parecchio da insegnare. Secondo ricerche recenti come quelle di Joseph Gagnon ex vice presidente del consiglio dei governatori del Federal Reserve System, le operazioni della Fed hanno ridotto il livello reale dei tassi d'interesse a lungo termine e il tasso di cambio del dollaro. La crescita Usa è oggi vigorosa, nonostante la politica di bilancio sia dal 2011 neutrale o restrittiva. Il fatto che i tassi di interesse a lungo termine siano stati sempre inferiori al tasso di crescita ha consentito di ridurre i debiti di imprese e famiglie senza frenare investimenti e consumi.

Christopher Neely, in uno studio pubblicato nel 2011, analizza l'impatto del primo programma di quantitative easing(QE1) degli Stati Uniti sui prezzi di titoli di stato stranieri utilizzando dati giornalieri per un periodo di dieci anni. Egli trova un

notevole impatto sui titoli di stato esteri, con cadute rispettivamente di 65, 78, 54, 50 e 19 bp nel Regno Unito, Australia, Canada, Germania e Giappone. Queste stime suggeriscono che l'impatto del quantitative easing degli Stati Uniti sui rendimenti dei titoli inglesi era paragonabile a quella di un programma di QE nello stesso Regno Unito e che il QE USA potrebbe spiegare in parte il calo dei tassi dei titoli del Regno Unito alla fine del 2008.

Il QE giapponese

Invece in Giappone la politica del QE è stata utilizzata dalla Banca del Giappone per contrastare la deflazione che colpì il paese nipponico a cavallo tra gli anni novanta e gli anni duemila. Il 4 aprile 2013 la BoJ ha annunciato di voler incrementare il suo programma di acquisto di titoli di 1,4 miliardi di dollari in due anni. La banca sperava con ciò di far passare il Paese da una situazione di deflazione ad una d'inflazione, contando di non superare il livello ottimale di 2% d'inflazione. L'ammontare degli acquisti fu così ampio che si programmò di dover raddoppiare la fornitura di moneta. Questa politica va sotto il nome di Abenomics, un neologismo composto dal termine inglese economics e dal cognome del Primo Ministro giapponese, Shinzō Abe.

L'iniziativa Abenomics si compone fondamentalmente di tre direttrici: politica monetaria, politica fiscale e strategie di crescita. Nello specifico:

- deprezzamento dello Yen al fine di incentivare l'export nipponico continuamente minacciato da quello cinese;
- tasso di interesse fissato in negativo per disincentivare il risparmio;

- politica monetaria espansiva volta ad aumentare l'inflazione tanto da raggiungere e mantenere la soglia del 2% ed uscire dalla situazione di decennale deflazione cronica.

Questo avrebbe portato ad un aumento dell' 1,5% della spesa pubblica raggiungendo l'11,5% nel deficit pubblico.

Nell'immediato termine, i benefici dell'economia nipponica sono stati indiscutibili. Nel primo quadrimestre del 2013 il tasso di crescita annuale del Giappone si è attestato attorno al 3,5% mentre il mercato della borsa valori è cresciuto del 55% in brevissimo tempo. L'avanzo commerciale è cresciuto di trecento miliardi di Yen grazie all'aumento del 12% delle esportazioni. Nonostante ciò, dopo questo primo balzo, l'indice Nikkei, che contiene i titoli delle 225 compagnie quotate al TSE (la borsa di Tokio), ha sperimentato un improvviso periodo ribassista tra Maggio e Luglio 2013 rimanendo comunque in positivo rispetto alla quotazione raggiunta nell'Aprile 2013.

Le critiche che più frequentemente vengono mosse contro la politica aggressiva giapponese riguardano i salari reali che videro, nell'aumento dell'inflazione in coppia ad un aumento meno che proporzionale dei salari nominali, una riduzione del potere d'acquisto dei giapponesi. Gli analisti governativi però sono convinti che nel medio-lungo periodo gli effetti si allineeranno con le aspettative e permetteranno al Giappone di tornare sulla scena mondiale in maniera competitiva e contrastando il gigante cinese che, ad oggi, gode di vantaggi demografici non indifferenti ma che nel giro di due

decadi si troverà in una situazione ben peggiore di quella giapponese dove ad oggi si va in pensione a 70 anni con il 35% dell'ultimo stipendio.

Il QE nella city

Più o meno nello stesso periodo anche la Bank of England, dopo un lungo periodo di recessione economica, seppure dopo qualche iniziale riluttanza a impegnarsi in credit easing o QE, ha annunciato piani per l'acquisto di titoli e a gennaio e marzo 2009 decide di avviare un programma di QE. La Banca ha operato, dal gennaio 2009, un programma "Asset Purchase Facility" per acquistare beni di alta qualità finanziati mediante l'emissione di buoni del Tesoro e le operazioni di gestione della liquidità del DMO e, quindi, migliorare la liquidità nei mercati del credito. Sono stati condotti due programmi di acquisto di asset separati e distinti attraverso questo APF di nuova costituzione: acquisti privati di attività per facilitare specifiche condizioni di credito e QE più tradizionale per incentivare uno stimolo monetario. Poiché i titoli del tesoro venivano venduti con scadenze a breve termine per finanziare gli acquisti, ogni attività che il BOE ha acquistato è stata accompagnata da una vendita di un titolo a breve termine e quindi la passività, la base monetaria, della BOE inizialmente non ha registrato un aumento. Quindi ancora non si parla di QE. La BOE ha poi descritto i suoi acquisti di asset privati come un esempio di Banca in qualità di "market maker di ultima istanza".

Nel marzo 2009 viene lanciato il Quantitative Easing britannico. Questo è stato presentato come un programma da 50 miliardi di sterline, gonfiato poi a 375 miliardi, per arrivare quindi a una somma grande ben 7,5 volte la previsione ufficiale. La Banca

centrale del Regno Unito ha quadruplicato quindi gli acquisti in titoli e obbligazioni arrivando a detenere più di un terzo di tutte le obbligazioni sovrane in circolazione. Il QE continua a funzionare insieme al programma di Asset Purchase Facility, entrambi sono esercitati da una società controllata dalla stessa Bank of England, ovvero la “Banca d'Inghilterra Asset Purchase Facility Fund Limited” con sigla BEAPFF.

Glick e Leduc (2011) notano che nel Regno Unito il primo QE ha avuto un impatto passato in sordina, data la piccola scala di questo programma in termini globali, non ha raggiunto risultati sorprendenti. L'effetto di un secondo QE chiamato QE2 sui tassi obbligazionari esteri, ha confermato l'effetto limitato di tale programma.

Alcune evidenze empiriche

Riassumendo le evidenze sull'impatto di QE sui tassi dei titoli di Stato, alcuni *event studies* (su serie storiche) stabiliscono che gli iniziali grandi programmi di acquisto (USA e UK QE1) hanno fatto ridurre i tassi dei titoli di stato, anche se le stime della dimensione dell'effetto variano. Indagini econometriche tendono a trovare effetti più piccoli. Ciò può essere perché c'è una forte risposta iniziale agli annunci di programmi QE che poi si snoda su tempi, un effetto che può essere rilevato tramite econometria ma che gli *event studies* non sottolineano. I modelli econometrici stimati su dati storici e usati per dedurre l'impatto di QE stimano effetti maggiori rispetto ai modelli basati su dati contemporanei. Questo potrebbe suggerire che i prezzi dei titoli sono meno sensibili alle politiche in periodi di crisi economica e finanziaria, nel qual caso stime basate su dati storici devono essere trattate con una certa cautela.

Capitolo 2

Acquisto della BCE di titoli di stato

L'Unione Europea è stata accusata di essere giunta troppo tardi e male a questa politica in quanto, secondo i critici, ormai le aspettative di inflazione hanno già abbassato i rendimenti dei titoli di Stato. Infatti La BCE, al fine di perseguire il suo primario obiettivo statutario, cioè stabilità dei prezzi e tasso di inflazione non superiore al 2%, inizialmente decise di non ricorrere a operazioni di Quantitative Easing, limitandosi ad acquisti minimi di bond, sostenuti attraverso aste di liquidità e non attraverso l'emissione di nuova moneta.

Le LTRO

A fine 2011 però anche la Bce ha iniziato a effettuare operazioni di rifinanziamento a lungo termine, le cosiddette "LTRO", in due aste aperte alle banche commerciali e condotte a dicembre 2011 e febbraio 2012, per un totale di circa mille miliardi di euro. LTRO sta per "long term refinancing operation" ed è un piano di rifinanziamento a lungo termine che consiste in un'asta di liquidità in cui la Bce concede un prestito della durata di 3 anni alle banche richiedenti con un tasso di interesse pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale calcolata nel periodo dell'operazione stessa. In cambio la Bce riceve dalle banche una garanzia sul prestito, detta "collaterale". La garanzia è composta solitamente da obbligazioni governative come titoli degli stati membri ma accetta come garanzia collaterale anche titoli privi di valore come ad esempio quelli emessi dalla Grecia dichiaratasi insolvente. A differenza però del Quantitative Easing vero e proprio, la moneta creata dal nulla per i LTRO ha una scadenza, che è appunto estendibile al massimo a tre anni, poiché

le operazioni di rifinanziamento rese disponibili alle banche contemplano la restituzione dei prestiti e la conseguente diminuzione delle dimensioni del bilancio della banca centrale.

Già nel marzo 2007 era stato annunciato un programma LTRO della durata di sei mesi. Il 10 ottobre del 2008 lo spread ha toccato un massimo storico di 198 punti base, riflettendo il forte incremento di rischio percepito. La BCE ha reagito a questo ultimo livello spread il 15 ottobre del 2008, con la sua prima misura di QE: La BCE ha annunciato di voler dare tanto quanto richiesto dalle banche ad un tasso fisso, essendo le banche fornite di collaterale, ampliando anche l'elenco delle garanzie ammissibili. Queste operazioni a tassi fissi, “fixed-rate,full-allotment” (FRFA) sono operazioni molto diverse dalla convenzionale politica della BCE che in genere preferisce offrire un'assegnazione fissa di fondi a tassi determinati dal processo di offerta. La BCE ha implementato il fondo di liquidità FRFA attraverso le consuete procedure di prestito.

Le operazioni di rifinanziamento

In tempi normali, lo strumento politico principale della BCE sono operazioni di rifinanziamento, prestiti diretti alle banche contro garanzie idonee a due scadenze. Le principali operazioni di rifinanziamento (ORP) hanno un periodo di due settimane e le operazioni di rifinanziamento più lungo termine (ORLT) hanno un periodo di tre mesi. Nei consueti ORP e ORLT, la BCE predetermina l'ammontare dei finanziamenti disponibili e le aste per i fondi in base al prezzo. Con nuova politica, la BCE ha sostenuto tutte le richieste di prestito di MRO e LTRO come obiettivo primario della

BCE. Da ottobre 2008 a maggio 2009, la BCE ha tagliato il tasso da 4,25 per cento a 1 per cento.

Questa politica di liquidità FRFA è stata definita “*credit easing endogena*” perché la domanda di liquidità delle banche a tasso fisso genera ulteriore liquidità.

La crisi del debito sovrano europeo ha continuato a distruggere i mercati europei e statunitensi nell'autunno del 2011. In risposta, il 6 ottobre 2011, la BCE ha annunciato un secondo turno del CBPP e ulteriori ORLT di 12 mesi per fornire le banche di finanziamento. In seguito poi l'8 dicembre 2011, la BCE ha annunciato vendite di ORLT a 36 mesi. Gli economisti Buiter e Rahbari ipotizzano che le ORLT di 36 mesi annunciati nel mese di dicembre 2011 non sono state destinate a fornire solo la liquidità, come secondo il loro scopo dichiarato, ma a finanziare a buon mercato l'acquisto di debito sovrano pur consentendo alla BCE di rispettare il suo statuto.

La Bank of England il 6 ottobre 2011 iniziò a partecipare alle politiche della BCE. Preoccupata del fatto che questo avrebbe fatto colare a picco il suo obiettivo di inflazione, la BOE aumentò il target di QE da 200.000.000.000 di sterline a 275.000.000.000, questo fu il primo aumento degli acquisti in quasi due anni, che portò all'aumento della base monetaria per finanziare tutti gli acquisti di Asset Purchase Facilities. Il 9 febbraio 2012, la BOE nuovamente aumentato il target, questa volta di 325.000.000.000 di sterline.

La crisi del debito sovrano continua nell'estate del 2012, con la solvibilità di Spagna e Italia e la sostenibilità dell'euro viene messa in discussione. Il 2 agosto 2012, il presidente della Bce Mario Draghi ha annunciato che la BCE avrebbe espanso i suoi

acquisti di debito sovrano e espresse esplicitamente le sue preoccupazioni per l'euro: "L'euro è irreversibile".

Il 6 settembre 2012, a seguito del noto discorso di Londra del 26 luglio di Mario Draghi alla Global Investment Conference, la BCE annuncia i dettagli operativi di un programma di operazioni monetarie definitive, OMT dalla definizione inglese "*Outright monetary transactions*" per sostituire l'SMP "*Securities Market Programme*", ovvero un programma in base al quale la Bce e le 17 banche centrali dell'area euro potevano comprare titoli di stato di Paesi in difficoltà economica al fine di ridurre i loro costi di finanziamento. Anche l'SMP, così come le LTRO, è stata una cosiddetta misura non standard, ovvero di emergenza.

Il programma OMT consente alla BCE di acquistare il debito sovrano della zona euro sul mercato secondario, se gli stati sovrani si attengono alle condizioni richieste. Questo requisito risolve in parte una lacuna del SMP: la mancanza della BCE di un meccanismo che faccia rispettare le condizioni per ricevere un sostegno. Come per le operazioni di SMP, le OMTS saranno sterili nei loro risultati e non influenzeranno la base monetaria.

Queste misure dunque non sono state sufficienti e si è continuato a persistere in condizioni di stagnazione con l'aggiunta del rischio di deflazione. Nel corso del 2014 la Bce vara un piano di TLTRO, "targeted LTRO", una versione dell'LTRO vincolata all'erogazione di prestiti a imprese e famiglie lanciata da Mario Draghi come miglioramento del precedente programma che consiste in un finanziamento bancario a lungo termine questa volta finalizzato, appunto "targeted", al supporto creditizio di imprese del settore non finanziario, ovvero dell'economia reale, i cui risultati sono

però stati ben minori delle attese.

A questo punto, visto il persistere della stretta creditizia e l'esaurimento delle politiche monetarie convenzionali (abbassamento dei tassi di interesse allo zero, tasso di interesse negativo per i depositi presso la stessa BCE), è stato considerato con sempre maggior consenso la decisione di un vero quantitative easing nell'eurozona.

Il “Bazooka” firmato Draghi

Il 22 gennaio 2015, in seguito alla prima riunione annuale della Commissione è stato annunciato il lancio del full Quantitative Easing. Il programma di Draghi prevede acquisti per 60 miliardi al mese, con un orizzonte non condizionato temporalmente, bensì ancorato al raggiungimento di un risultato economico, espresso in termini di un tasso di inflazione effettivo. Gli acquisti mensili di titoli dei settori pubblico e privato saranno effettuati sino alla fine di settembre 2016 e in ogni caso finché non si riscontrerà un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione coerente con l'obiettivo primario cioè conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. Nel marzo 2015 l'Eurosistema inizierà ad acquistare nel mercato secondario titoli di qualità elevata (investment grade) emessi da amministrazioni dei paesi dell'area euro, agenzie e istituzioni europee.

Tuttavia si stima che occorreranno più di 4 anni per attuare un programma simile a quello della Fed, il risultato sarà un incremento della base monetaria, con l'obiettivo di generare un aumento del livello nominale del reddito, cioè in parte dell'inflazione e in parte del Pil in termini reali.

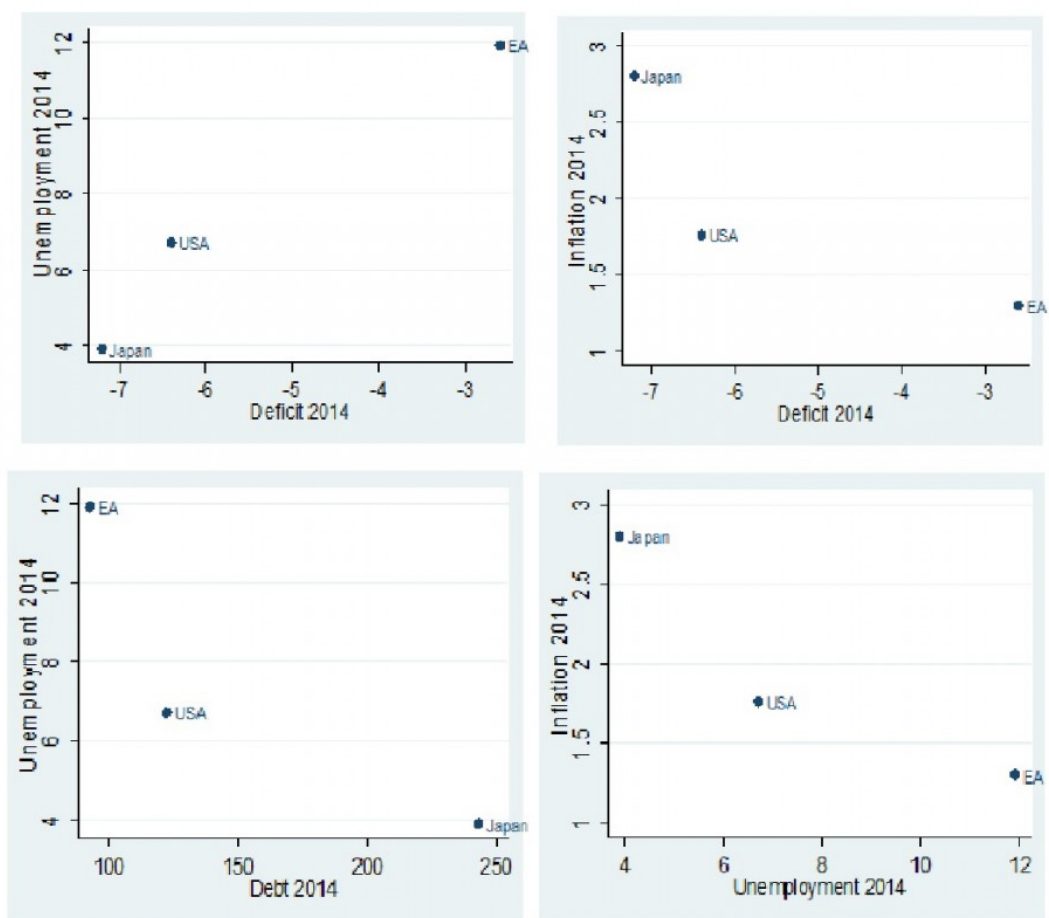
Sulla base di come sono andate le cose storicamente negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito, si possono ipotizzare diversi effetti che avrebbe il Quantitative Easing in Europa: grazie alla maggiore disponibilità di moneta, i tassi d'interesse che i paesi europei garantiscono per i loro titoli a chi li acquista dovrebbero diminuire, contribuendo quindi a creare meno nuovo debito nei paesi interessati. Inoltre, quando la banca centrale compra titoli di Stato, incassa poi gli interessi su questi titoli e quindi i suoi profitti aumentano più che proporzionalmente, questo perché i costi rimangono allo stesso livello mentre i ricavi crescono. Le banche che possiedono una maggiore liquidità possono concedere prestiti più facilmente a tassi di interesse minori.

Tutte le Banche centrali per statuto devono versare i loro profitti allo Stato, la Bce li versa alle banche centrali dei Paesi membri e queste versano allo Stato i loro utili. In ultima analisi, è come se gli Stati si finanziassero a tasso zero, in quanto gli interessi pagati vengono poi recuperati. I governi europei potrebbero quindi permettersi di spendere più denaro, aumentando la spesa pubblica per diverse attività legate al breve periodo, come per esempio per politiche volte a incentivare e stimolare occupazione e consumi, e al medio-lungo periodo per esempio investendo denaro nella costruzione di infrastrutture come strade, ferrovie e tecnologie per il miglioramento delle telecomunicazioni.

Il QE europeo nel confronto internazionale

Contrariamente alla Fed e alla BoJ, l'Unione europea, e in particolare la zona euro, attraverso le sue istituzioni economiche e monetarie, ha mantenuto i tassi di interesse relativamente più elevati. Ha inoltre immesso nel sistema meno liquidità e non ha

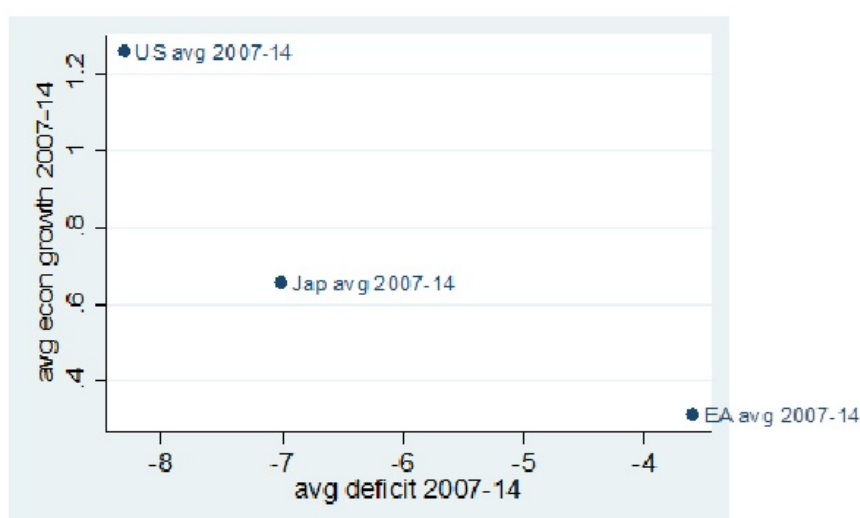
attuato quelle politiche espansive che la particolare situazione economica di crisi avrebbe invece richiesto come ad esempio l'emissione di obbligazioni da parte della Banca Centrale Europea per finanziare investimenti produttivi, o un programma di acquisto del debito sovrano degli Stati membri in difficoltà. Inoltre, l'UE non ha fatto nulla in termini di politiche dal lato della domanda, al contrario ha introdotto una serie di norme, attraverso accordi intergovernativi a livello comunitario, più severe in materia di austerità, di bilancio e di spesa pubblica. In conseguenza a queste politiche, i risultati sono stati i seguenti: maggiore disoccupazione e minore crescita economica (o stagnazione) in Europa, praticamente l'opposto della crescita economica e dell'occupazione registrati in Giappone e negli Stati Uniti.



Mettiamo i tre casi a confronto: i quattro grafici sopra evidenziano una serie di relazioni, tra deficit, debito, inflazione e disoccupazione. Il Giappone, seguito dagli Stati Uniti, aumenta la spesa pubblica e ottiene i risultati attesi, riducendo la disoccupazione e favorendo la crescita economica. “Abenomics” ha raggiunto nel 2014 tassi di inflazione vicini al 3% e disoccupazione molto bassa.

Al contrario, l’area Euro finora ha preferito politiche di riduzione della spesa pubblica e di contenimento del debito degli stati membri, cadendo però in una situazione di alta disoccupazione e stagnazione del reddito.

Inoltre gli Stati Uniti, seguiti dal Giappone, hanno intrapreso un sentiero di crescita economica più sostenuto, mentre la zona euro è praticamente stagnante come evidenziato dal prossimo grafico.



I programmi QE della Fed e BOE fondamentalmente differivano da quelli della BOJ e della BCE, concentrandosi su acquisti di obbligazioni, piuttosto che prestiti direttamente alle banche. I mercati obbligazionari svolgono un ruolo relativamente più importante delle banche nelle economie degli Stati Uniti e del Regno Unito, mentre le banche in Europa continentale e in Giappone rivestono un ruolo significativamente più rilevante. Ogni banca centrale ha scelto diversi metodi per fornire liquidità e sostenere il sistema finanziario che riflette la struttura della sua rispettiva economia.

Poiché il QE dipende da una catena di causa ed effetto di eventi, ci sono dei punti deboli che possono pregiudicarne l'efficacia. Essendo una pratica poco ortodossa porta

con sé vantaggi e svantaggi, il primo svantaggio a cui viene naturale pensare è il fatto che, immettendo una maggiore quantità di moneta nel sistema, si incentivi l'inflazione, causando un'incontrollata ascesa dei prezzi, ma possiamo dire che questo rischio non esista effettivamente o, nel caso in cui esistesse, potrebbe essere facilmente controllabile, in quanto il QE entra in gioco quando l'economia ristagna, l'inflazione è pressoché assente e vi è un alto tasso di disoccupazione seguito da una bassa produttività nel sistema economico. Il Quantitative Easing si presenta come uno strumento per rimettere in moto un'economia altrimenti ferma, l'immissione di moneta non va a spingere direttamente sul livello dei prezzi e nel momento in cui questo dovesse accadere la Banca Centrale può operare inversamente vendendo titoli, ritirando cioè moneta dal sistema economico, e ristabilire quindi l'equilibrio tenendo l'inflazione entro limiti sostenibili.

Conseguenza del QE potrebbe essere una svalutazione dell'euro. Questo significa che i beni che esportano i paesi europei costeranno di meno portando quindi a un aumento del livello delle esportazioni, ma al tempo stesso l'euro avrà un minore potere d'acquisto: alcuni beni potrebbero costare di più, per esempio il petrolio il cui prezzo è in dollari e quindi di fronte a una svalutazione il suo costo per noi paesi della zona euro aumenterà a causa dell'aumento del tasso di cambio euro-dollaro. I consumi, soprattutto nei paesi che importano molti beni, potrebbero risentirne, specialmente se all'aumento dell'inflazione non sarà corrisposto un aumento dell'occupazione.

Un altro ostacolo potenzialmente significativo è che la Bce non prevede l'acquisto esclusivamente dalle istituzioni finanziarie, ma piuttosto dai governi dei singoli Stati membri. Questo aggiunge un collegamento al vertice della catena, che estende l'effetto

domino necessario a spingere verso il basso i tassi di interesse e incoraggiare l'indebitamento e la spesa. Molto criticato è il fatto che solo il 20% del rischio sarà a carico della Bce, mentre il resto a carico delle banche centrali. Il fatto che siano i governi dei singoli stati membri a partecipare direttamente ci porta a quello che è il nodo centrale dell'opposizione tedesca, ovvero il cosiddetto "moral hazard" cioè il comportamento che potrebbero avere gli operatori economici nel momento in cui possono sentirsi incentivati a intraprendere comportamenti eccessivamente rischiosi, qualora essi possano contare su una significativa probabilità che i costi associati a un eventuale esito negativo delle loro azioni ricadano sulla collettività, o su altri operatori o categorie di operatori. Il presidente della Bundesbank ha spiegato la sua contrarietà all'ipotesi che la Bce segua la Fed sulla strada del QE poiché negli Usa c'è uno Stato centrale che emette titoli sovrani che sono quindi valutati a basso tasso di rischio mentre in Europa non abbiamo uno stato centrale. La Banca centrale europea è l'unica banca centrale al mondo responsabile per la politica monetaria, l'inflazione e la moneta di 19 nazioni con merito di credito diverso tra loro, il punto cruciale della questione è ancora una volta la credibilità dell'unione monetaria in assenza di unione politica e in particolare la legittimità di una corresponsabilità fiscale priva di controllo democratico.

Capitolo 3

Il Quantitative Easing tra sostenitori e detrattori

Le reazioni dei leader politici e delle Istituzioni

All'indomani dell'annuncio del lancio del cosiddetto "bazooka" di Draghi le varie testate giornalistiche, nazionali e straniere, si sono schierate pro o contro la scelta di seguire questa politica. Accanto a quelle degli esperti e delle fonti istituzionali, sono riportate anche le critiche degli euro parlamentari: per la leader del Front National, Marine Le Pen, il fatto che l'80% del rischio sarà nazionale e solamente il 20% a carico della Bce rappresenterebbe una sorta di favoritismo per la Germania, scegliendo di "salvare i primi della classe invece degli ultimi come la Grecia". Berlino riceverebbe infatti ben "il 25% dei finanziamenti, anche se è lo Stato che ne avrebbe meno bisogno". Sempre secondo Le Pen, se questo programma dovesse funzionare, servirà a non far crollare i mercati ma non avrà alcun impatto sull'economia reale. Critica anche la sinistra radicale al Parlamento europeo (Gue) secondo cui "la folle nozione di condivisione del rischio da parte delle banche centrali invierebbe il messaggio che la Bce si sta preparando ad una rottura". E un messaggio simile può creare ancora più scetticismo dei mercati verso l'Eurozona e dimostrarsi una profezia che si auto-avvera.

Come affermato dalla BCE nel comunicato stampa che annuncia il programma di Quantitative Easing, la politica monetaria seguita finora non è stata sufficiente a fronteggiare in modo adeguato gli accresciuti rischi di un periodo troppo prolungato di bassa inflazione. Dunque l'adozione di ulteriori misure di bilancio che potremmo definire non convenzionali è diventata necessaria per il conseguimento dell'obiettivo

della stabilità dei prezzi, tenuto conto che i tassi di interesse di riferimento della BCE hanno raggiunto il limite inferiore. Accanto all'aumento del bilancio avremo anche un crescente miglioramento delle condizioni di finanziamento per le imprese e le famiglie dell'area dell'euro. Inoltre, le decisioni annunciate lo scorso 22 gennaio sosterranno le indicazioni prospettiche sui tassi di interesse di riferimento della BCE sottolineando il fatto che vi sono differenze, significative e crescenti, tra le principali economie avanzate in termini di ciclo di politica monetaria. Ci si aspetta che questi fattori diano impulso alla domanda, incrementino l'utilizzo della capacità produttiva e sostengano l'espansione della moneta e del credito, concorrendo così a un ritorno dei tassi di inflazione verso il 2%.

La Banca d'Italia nel primo bollettino mensile sulla BCE del 2015 riporta quanto annunciato nel comunicato stampa della stessa BCE e afferma che questo nuovo programma di acquisto di titoli rafforzerà la fiducia degli investitori e sosterrà le aspettative di inflazione, producendo un impatto diretto sui tassi di interesse reali e quindi controbilanciando un irrigidimento immotivato delle condizioni di finanziamento. Inoltre, gli interventi della BCE ridurranno i rendimenti dei titoli delle amministrazioni pubbliche, mettendo in moto una catena più convenzionale di canali di propagazione che sosterrà la ripresa economica.

Per l'Insitute of International Finance migliorare l'accesso ai finanziamenti per le piccole medie imprese che in Europa sono tradizionalmente abbastanza dipendenti dalle banche che si configurano come la loro principale fonte di finanziamento richiede l'ampliamento delle fonti di finanziamento, in particolare includendo i finanziamenti azionari. Molte piccole e media imprese che registrano un'alta crescita,

cioè che hanno la possibilità di creare posti di lavoro e di alimentare la crescita economica, sono comunque troppo piccole per accedere ai mercati pubblici o attirare investimenti di private equity. I già bassi livelli di investimenti in capitale di rischio e private equity sono diminuiti ancora di più durante la crisi, e mentre alcune iniziative lanciate nel settore pubblico sono stati promettenti, rimane ancora un divario significativo. Con il QE le banche sarebbero meglio predisposte ad offrire credito per le PMI che sono state in grado di aumentare il nuovo capitale proprio attraverso le più disparate forme di finanziamento. Più in generale, un adeguato accesso sia al debito che al finanziamento azionario contribuirebbe a consentire alle piccole e medie imprese europee di accrescere il loro potenziale e impegnarsi maggiormente nel settore di ricerca e sviluppo.

Invece il direttore generale del Fondo Monetario Internazionale, Christine Lagarde, sostiene che le azioni della Bce aiuteranno ad alzare le aspettative di inflazione e ridurre il rischio di un periodo prolungato di bassa inflazione, ma è centrale che siano sostenute da azioni politiche ampie e tempestive. Occorrono infatti riforme da parte degli Stati membri, in primis Italia e Francia, un pacchetto legislativo della Commissione europea per aprire il mercato interno dell'Ue e infine occorre fare funzionare il piano di investimenti di Juncker.

Questo programma prende appunto il nome dal presidente della Commissione Jean-Claude Juncker che ha chiesto al Parlamento europeo di adottare la legislazione necessaria per rendere operativo da giugno un fondo da 21 miliardi destinato a investimenti strategici che sarà in grado di mobilitare risorse per 315 miliardi. Il piano, secondo il presidente della Commissione, si basa su tre pilastri:

- il fondo per investimenti strategici che sarà garantito da Unione europea e Bei. Questo è, a giudizio di Juncker, “il più grande sforzo finanziario nella storia recente dell'Ue”. Ogni euro investito potrà mobilitarne altri quindici da destinare a progetti innovativi mentre i contributi volontari non saranno computati nel Patto di stabilità.
- la selezione tecnica dei progetti, perché secondo Juncker «non è compito dei politici fare progetti ma degli esperti che hanno le competenze giuste e valuteranno i progetti sulla base delle potenzialità di crescita e nuova occupazione».

Per il presidente della Commissione questo non è più il momento di lotte ideologiche ma di adottare un «sistema equo per utilizzare al meglio denaro pubblico». Negli ultimi anni la Ue ha attratto 370 miliardi di euro in meno rispetto al periodo precedente la crisi dell'Eurozona, perciò è necessario stabilire dei punti necessari a rendere l'Unione Europea più “attraente” per gli investitori esteri.

Secondo Juncker dunque l'attivazione del piano sarà un test di credibilità fondamentale per gli investitori e i mercati finanziari internazionali in quanto non si tratterà di una banca ma di un meccanismo facile da utilizzare e che potrà evolversi nel tempo e che, qualora dovesse funzionare, potrà essere prorogato fino al 2020. Il Fondo dovrà poi essere approvato definitivamente entro il prossimo giugno, in modo che già dalla metà del 2015 possano partire i nuovi investimenti.

Anche Draghi ha chiesto che le eventuali e necessarie riforme strutturali siano implementate in maniera rapida ed efficiente. La politica monetaria contribuisce a sostenere l'attività economica, ma è cruciale che le riforme strutturali siano attuate rapidamente, in modo credibile ed efficace: questo non solo aumenterà in futuro una

crescita sostenibile della zona euro, ma servirà anche ad aumentare gli investimenti. Per il presidente della Bce dunque la velocità è essenziale e soprattutto è essenziale che le riforme, in futuro, siano attuate nell'ambito di una "vera unione economica", i governi dei paesi dell'Eurozona devono raddoppiare gli sforzi di riforma per creare una "genuina" unione economica. In seguito al lancio ufficiale del Quantitative Easing Draghi sottolinea: «Quando la mancanza di riforme porta a divergenze durature all'interno dell'unione monetaria, si arriva allo spettro dell'uscita di un Paese, e di questo alla fine soffrono tutti i paesi membri».

I commenti della stampa

In Italia, vi sono opinioni discordanti a riguardo. Tra le testate a favore del programma vi sono in primis La Stampa che elogia il bazooka con i suoi grandi titoli in prima pagina, dipingendolo come l'unico modo per spazzare via la crisi e stimolare la crescita in Italia, riponendo forse un po' troppa fiducia nel sistema bancario nazionale aggiungerei. Le perplessità relative all'80% dei rischi che sarà in carico alle banche centrali dei singoli Paesi sono confinate a un occhietto, ritenute probabilmente poco rilevanti.

Perplessità che invece non vengono accantonate da La Repubblica che in prima pagina, nell'editoriale firmato da Federico Fubini, esprime tutte le riserve sul QE espresse dal governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco. Questi spiega che avrebbe preferito "una piena condivisione dei rischi, coerentemente con l'obiettivo di ridurre ulteriormente la frammentazione finanziaria dell'area euro. Inoltre non bisogna dimenticare che l'operazione è open-ended, finché l'inflazione non sarà in linea con

l'obiettivo". Il governatore di Bankitalia aggiunge anche che in ogni caso bisogna avere fiducia nel programma perché nonostante l'UE non sia un'unione fiscale "il QE funzionerà nella pratica" e darà nuova spinta ai Paesi che lo sfrutteranno per creare un substrato di stabilità su cui costruire le riforme.

Sempre su La Repubblica, Carlo Clericetti scrive sul suo blog che il modo con cui la Banca centrale europea ha lanciato il Quantitative Easing mostra, ancora una volta come il paese egemone in Europa, la Germania, anziché aiutare i paesi più in difficoltà, si comporta in modo da ottenere ulteriori vantaggi ogni volta che è possibile. I titoli pubblici dei paesi membri saranno acquistati in proporzione alla quota che i paesi stessi hanno nel capitale Bce: ciò significa che la parte maggiore spetterà appunto alla Germania, che è il primo azionista. Quindi si produrrà il paradosso che la Bce finanzia la Germania, cioè il paese che si trova nella situazione economicamente migliore.

L'economista Sergio Cesaratto sulla rivista online Economia e Politica scrive che un possibile effetto del quantitative easing sarebbe la messa in sicurezza di una quota dei debiti sovrani. Dovendo però distinguere se l'acquisto è in via temporanea, cioè i titoli pubblici sono tenuti solo fino a scadenza, o permanente, cioè a scadenza l'acquisto viene reiterato. Solo 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. L'esito quindi si può dire che sia ancora ambiguo.

Un'altra riserva riportata da vari giornali soprattutto stranieri riguarda la durata dell'operazione. Questa, come annunciato, avrà tempi di implementazione molto

lunghe e porterà sicuramente fin da subito i rendimenti dei bond governativi su livelli ancora più bassi degli attuali. Come ho già scritto nel primo capitolo, guardando ai precedenti QE, sia in Giappone che in US e in UK, i livelli di inflazione target non sono stati raggiunti e questo ci fa pensare che anche in Europa dovremo convivere ancora a lungo con uno scenario di bassi tassi di interesse.

Sul Sunday Telegraph Roger Bootle scrive che il QE potrebbe aiutare, ed è stata la cosa giusta da fare, soprattutto perché non c'erano molte altre opzioni disponibili, tuttavia esso non è un *game-changer*. Per cominciare, l'importo annunciato 1.000.000.000.000 € sembra enorme, ma in realtà tutto ciò che tutti gli acquisti di questo importo farebbero è ripristinare la dimensione del bilancio della BCE al punto in cui si trovava nel 2012. Sempre sul Telegraph leggiamo che la maggior parte dei modi in cui il QE si suppone di operare potrebbero non funzionare molto bene nelle condizioni attuali. Le politiche sazieranno le banche con denaro, ma sarebbero state riempite con denaro contante in ogni caso. Forzare verso il basso i rendimenti obbligazionari dovrebbe ridurre il costo del finanziamento e aumentare i prezzi delle attività, ma i rendimenti si trovano già in fondo e in ogni caso, in Europa, il maggior indebitamento è fatto dalle banche, non dai mercati.

Anche Stephen Roach, in un articolo pubblicato tradotto anche sul nazionale Il Sole24Ore si domanda se gli strumenti messi in gioco saranno in grado di raggiungere l'obiettivo. L'impatto della politica del quantitative easing si basa sulle tre T della politica monetaria:

- *Transmission*, ovvero i canali con i quali la politica monetaria ha un impatto sull'economia reale;

- *Traction* , cioè la capacità di risposta delle economie alle strategie politiche;
- *Time consistency*, la promessa da parte delle autorità di raggiungere determinati obiettivi come la piena occupazione e la stabilità dei prezzi.

La necessità di rispettare appunto questi tre pilastri dovrebbe far riflettere la BCE, sebbene la “trazione” infatti sembri essere il problema maggiore per le politiche di Qe, anche la “time consistency” potrebbe essere uno scoglio difficile da superare, infatti il programma Draghi non è vincolato da vincoli di tempo ma sarà portato avanti fino al raggiungimento degli obiettivi stabiliti, ciò fa pensare che sia molto probabile che i quattro anni necessari ipotizzati non saranno sufficienti.

Ancora il Telegraph riporta la critica di Mark Carney, governatore della Banca d'Inghilterra secondo cui è stata la “*timidity*” da parte dei politici a costare gravemente alla zona euro all’indomani della crisi finanziaria, al fine di "evitare un altro decennio perduto", ha raccomandato che i responsabili politici spingano per una maggiore integrazione, e ha suggerito che la politica fiscale sia più flessibile. Egli ha sostenuto che, come tutte le altre principali economie avanzate, l’area dell'euro è stata vittima di una "trappola del debito", dove la bassa crescita aumenta il peso dei debiti. A sua volta, il settore privato ha tagliato ulteriormente la propria spesa. Persistenti debolezze economiche danneggiano la misura in cui le economie possono recuperare. I lavoratori si scoraggiano e lasciano la forza lavoro. Le prospettive di declino aumentano e il cappio si stringe, sottolinea inoltre che il tasso di disoccupazione nell'area dell'euro è pari a due volte quella del Regno Unito. Ancora, mentre la zona euro è rimasta bloccata in questa trappola, Mr Carney dice: "Gli Stati Uniti e il Regno Unito ne stanno appena uscendo, mentre altri paesi dell'area dell'euro stanno affondando

sempre più profondamente." Se in Inghilterra non è stato così, questa performance è stata in parte il risultato di un'economia aperta e flessibile.

Secondo Alex Edwards di UKForex il programma di Quantitative Easing è progettato per riparare l'economia della zona euro e risollevare la zona dalla deflazione. Una volta riparato il sistema non dovrebbe passare molto tempo prima che il mercato veda questo aggiustamento come un segnale positivo.

Un articolo pubblicato dalla rivista scientifica *Procedia Economics and Finance* pubblica i risultati di uno studio comparativo che dimostra che politiche monetarie non convenzionali come il Quantitative Easing influenzano chiaramente la dinamica dei CDS. In media, tutti i CDS analizzati presentano dei rendimenti anomali relativi all'incertezza riguardo la corretta valutazione dello strumento finanziario, è proprio quest'incertezza che impedisce di affidarsi senza riserve a un programma non convenzionale in quanto non tutti gli stati sono disposti a condividere il rischio degli stati deboli dell'eurozona.

Il *The Economist* all'indomani dell'annuncio del lancio del programma di QE in Europa commenta "better late than never", appunto meglio tardi che mai, in quanto l'Europa che spesso e volentieri guarda al nuovo continente per attingere nuove mode e strategie innovative, in questo caso ci ha riflettuto forse più del dovuto sulla possibilità di un programma ispirato al modello di QE utilizzato dalla Fed, che a questo punto si presenta come una vera e propria ultima spiaggia, l'ultima trovata che dopo il fallimento delle politiche dell'austerità dovrebbe cercare di salvare il sistema economico dell'eurozona dalla stagflazione. Ci sono due canali principali attraverso i quali il QE è probabile che possa lavorare nella zona euro. Uno è l'effetto

“segnalazione”, con l'adozione della politica, la BCE sta inviando un messaggio chiaro ai mercati e alle imprese che è determinata a portare l'inflazione più vicino al livello desiderato, il 2%. L'altro è attraverso il tasso di cambio, l'euro si stava già indebolendo dalla scorsa primavera quindi un ulteriore indebolimento della moneta unica sembra probabile. Questo fa sì che l'adozione del Quantitative Easing da parte della BCE sia meno come i programmi avviati dalla Fed e la Banca d'Inghilterra, al culmine della crisi e più simile a quello della Banca del Giappone, che ha dovuto combattere la minaccia più insidiosa di deflazione. Come è stato per il Giappone, l'effetto principale potrebbe probabilmente avvenire attraverso il tasso di cambio. La preoccupazione è che, come il Giappone nei primi anni 2000, la BCE possa aver introdotto questo programma troppo tardi.

Jana Randow, corrispondente del Bloomberg Institute, rimarca il fatto che un Quantitative Easing stile Fed in Europa dovrà superare serie sfide pratiche e politiche. Le aziende ottengono la maggior parte dei loro finanziamenti da prestiti bancari, piuttosto che dalla vendita di titoli, cosa invece molto più comune negli Stati Uniti e che rende i mercati finanziari europei più piccoli e molto meno forniti di liquidità. Inoltre i costi di finanziamento dei governi variano ampiamente in tutto il blocco europeo. La BCE prevede di acquistare obbligazioni sovrane proporzionalmente alle dimensioni dei suoi paesi membri, per cui la maggior parte verrà da nazioni come la Germania e la Francia, dove i rendimenti sono già bassi. Si possono acquistare obbligazioni di paesi come la Grecia, sollevando varie preoccupazioni riguardo alla possibilità che questo finirà per diventare un salvataggio dei paesi più a rischio. Esiste ancora anche un dibattito circa l'efficacia del QE e preoccupazioni che questo possa alimentare delle bolle mentre il denaro finisce in azioni e altre attività invece di essere

beneficiario da imprese e famiglie. Tuttavia, Draghi ha promesso al culmine della crisi del debito della zona euro nel 2012 di fare "tutto il possibile" per salvare la moneta unica dal collasso. Questa promessa ha portato la banca a progettare un piano di acquisto di obbligazioni per salvare la moneta mai provato.

Francesco Papadia scrive sul suo blog "Money matters? Perspectives on monetary policy" dopo aver trattato i due problemi se il Quantitative Easing atteso della Banca centrale europea sia stato valutato in rendimenti obbligazionari, e in particolare dello spread tra titoli di 10 anni italiani e tedeschi (spread BTP-Bund); e quali fossero le caratteristiche da osservare quando la BCE ha annunciato il suo programma per valutare se sarebbe una sorpresa verso l'alto o verso il basso (la condivisione del rischio, dimensione, composizione per asset class, composizione per competenza e grado di consenso), scrive che l'annuncio del Quantitative Easing ha avuto un effetto di impatto sullo spread BTP-Bund e sulle aspettative inflazionistiche di circa 4 punti base per 100 miliardi di dollari di acquisti aggiuntivi rispetto alle aspettative. Non si può escludere, tuttavia, che il QE continuerà ad avere un effetto di là del suo impatto iniziale, comprimendo ulteriormente i rendimenti dei titoli, in particolare dei paesi periferici, e aumentando il punto di pareggio dell'inflazione. Ad esempio, uno spread BTP-Bund di 75 a 100 punti base potrebbe essere raggiunto nello scenario più favorevole. L'aumento delle dimensioni, il carattere quasi-aperto, la lunghissima scadenza delle obbligazioni da acquistare e il più alto grado di consenso stanno contribuendo maggiormente a far crescere la sorpresa dell'annuncio del Bazooka di Draghi. L'approccio specifico di ripartizione del rischio è meno forte di quanto si possa aver sperato, ma non compensa i fattori positivi nominati prima.

Ancora per Il Sole24Ore Fabio Pavesi in un articolo descrive il bazooka di Draghi come una manovra necessaria ma insufficiente, l'unico effetto visibile del Qe europeo, oltre all'apprezzamento delle Borse è, e sarà, quello della svalutazione della moneta unica. Anzi sostiene che la svalutazione sia già in atto mentre la futura manovra di Francoforte aiuterà l'euro a restare debole sul dollaro, dando una mano alle esportazioni europee. Sostiene anche che insieme alle banche, che si libereranno con laute plusvalenze dei bond governativi che hanno accumulato in questi anni, anche i titoli industriali esposti ai mercati mondiali trarranno un grande beneficio da questa politica, ma per tirare fuori l'Eurozona dalla stagnazione però, servirà ben altro che il solo programma di Quantitative Easing.

Conclusione

Riassumendo, dopo una spiegazione del concetto di quantitative easing, cioè cosa è, in che modo opera e in quali casi viene usato, nella prima parte ho esaminato i tre grandi esempi degli Stati Uniti, del Giappone e del Regno Unito, per evidenziarne i successi e gli insuccessi e paragonare questi tre casi all'esperienza europea. Dopo aver trattato le esperienze di questi, ho riportato le opinioni a riguardo di importanti studiosi come i nuovi tayloriani e keynesiani, per poi spiegare in che cosa consista il Quantitative Easing della BCE che è stato definito il "bazooka" di Draghi. Nell'ultima parte invece ho trattato le opinioni di commentatori politici e degli stessi politici che a loro volta sostengono o sono a sfavore di questa manovra.

Dallo scorso gennaio e d'ora in poi nei mesi che seguiranno, e poi ancora anche negli anni successivi, siamo e saremo in attesa di vedere quali saranno gli esiti e gli effetti di questo quantitative easing europeo. Saranno le critiche a rivelarsi profetiche o forse invece i sostenitori di questo programma potranno vantare di aver messo a segno il colpo che aiuterà l'Europa ad affrontare e magari vincere questa crisi? Poiché il punto centrale è e resta come uscire dalla crisi, è assolutamente necessario che questa venga superata anche per quanto riguarda l'occupazione. Molti giovani, non riuscendo a vedere una prospettiva per il loro futuro, scappano dal proprio paese sperando in una sistemazione sicura e definitiva altrove. Intanto il loro paese (l'Italia ne è un esempio lampante), perde non solo la forza lavoro che questi giovani rappresentano, ma soprattutto, invecchia e si impoverisce, privato dello slancio, della creatività, della voglia di fare, dell'intelligenza e della genialità (fuga di cervelli) di quasi un'intera generazione.

Oltre ai giovani disoccupati a far crescere sempre di più il tasso di disoccupazione vi sono anche quelle persone che un lavoro l'avevano ma si ritrovano a perderlo non per demerito ma a causa delle difficoltà che le aziende si trovano ad affrontare non riuscendo a tenere in pari neanche il proprio bilancio e trovandosi così costrette a licenziare. Senza contare inoltre i cosiddetti disoccupati cronici che non vengono calcolati nel tasso di disoccupazione in quanto hanno ormai rinunciato a cercare un impiego restando quindi fuori dalla forza lavoro.

Nella vecchia Europa si respira quindi un'aria di sfiducia e di rassegnazione generale, tutto questo fa perdere l'aspirazione a quello slancio in avanti che è lo stimolo necessario a reagire e contrastare questa crisi di cui parliamo costantemente e che ci opprime ormai da anni.

Bibliografia

- Di Gaspare, G. Teoria e critiche alla globalizzazione finanziaria- Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche. Cedam anno 2011
- Blanchard O. Amighini A. Giavazzi F. Macroeconomia, una prospettiva europea. Il Mulino anno 2012
- Valli V. Geuna A. Burlando R. Politica economica e Macroeconomia, una nuova prospettiva. Carocci, settembre 2010
- Chairman Ben S. Bernanke at London School of Economics, London, England January 13, 2009 “The Crisis and the Policy Response”
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
- Bank of Japan, press release “Introduction of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing”. 4 aprile 2013
https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf
- Spencer Dale, Executive Director and Chief Economist, Bank of England, speech at the Association of British Insurers Economics and Research Conference, London 27 March 2009 “Tough times, unconventional measures”
<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2009/speech383.pdf>
- Neely, C. (2011). The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects.” Federal Reserve Bank of St. Louis. Working Paper No. 2010-018C
- Glick, R. and S. Leduc (2011). Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2011-30.

- Gagnon, Joseph; Raskin, Matthew; Remache, Julie and Sack, Brian. “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchases.” International Journal of Central Banking, March 2011b, 7(1), pp. 3-43.
- Brett W. Fawley and Christopher J. Neely “Four stories of Quantitative Easing”. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 2013, 95(1), pp. 51-88.
- Press release 22 gennaio 2015 - La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività
- https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html
- Banca d’Italia, Bollettino mensile BCE numero 1, 5 febbraio 2015
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-bce/bol-bce-2015/bollecobce-01-15.pdf>
- Institute of International Finance, Consequences of Central Banks’ “Easing Wars” February 4, 2015 <https://www.iif.com/press/consequences-central-banks-easing-wars>
- Quantitative easing, dopo di me il diluvio?- Sergio Cesaratto su Economia e politica giornale online http://www.economiaepolitica.it/europa-e-mondo/quantitative-easing-dopo-di-me-il-diluvio/#.VMyuUNKG_H
- L. Albua, R. Lupua, A. Călina, O. Popovici “The Effect of ECB's Quantitative Easing on Credit Default Swap Instruments in Central and Eastern Europe”. Institute for Economic Forecasting, 13 settembre 2014
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567114000719>

- “Money matters? Perspectives on Monetary Policy” blog di politica economica
a cura di Francesco Papadia <http://moneymatters-monetarypolicy.eu/>