

Dipartimento di Impresa e Management

*Cattedra di Economia dei Mercati
E degli Intermediari Finanziari*

Il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea

Relatore:

Prof. Francesco Cerri

Candidato:

Lorenzo Cerchi

Matricola 175581

Anno Accademico 2014-2015

INDICE

SOMMARIO	4
IL QUANTITATIVE EASING	5
POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI: IL QUANTITATIVE EASING	5
ESPERIENZE PASSATE	13
<i>Bank Of Japan</i>	13
<i>Federal Reserve</i>	18
<i>Bank Of England</i>	25
IL QUANTITATIVE EASING DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	28
OBIETTIVI E STRUMENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	28
MISURE NON CONVENZIONALI ADOTTATE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA	32
IMPLEMENTAZIONE DEL QUANTITATIVE EASING	42
GLI EFFETTI ATTESI DEL QUANTITATIVE EASING	49
EFFETTI SULLE VARIABILI FINANZIARIE	57
EFFETTI SULLE VARIABILI MACROECONOMICHE	65
CONCLUSIONE	69
FONTI	73
BIBLIOGRAFIA	73
BIBLIOGRAFIA WEB	74

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: Aspettative di inflazione in Giappone	15
Figura 2: Obiettivo di Base Monetaria della BOJ	17
Figura 3: Asset totali detenuti dalla Fed	19
Figura 4: Crescita dei prestiti delle banche USA	20
Figura 5: PIL reale e PIL potenziale USA, in miliardi di dollari del 2009	21
Figura 6: Tassi di interesse medi su obbligazioni societarie e mutui in USA	22
Figura 7: S&P500 rapportato alla media dei profitti degli ultimi 10 anni, aggiustati per l'inflazione	24
Figura 8: Tassi di interesse principali della Fed, BCE, BOJ e BOE	25
Figura 9: Asset acquistati dalla BOE	27
Figura 10: Key Interest Rates della BCE	33
Figura 11: Inflazione e Aspettative di inflazione nell'area euro	42
Figura 12: Composizione e scadenza media ponderata delle attività detenute per il PSPP al 31 Marzo 2015	46
Figura 13: Composizione e scadenza media ponderata delle attività detenute per il PSPP al 30 Aprile 2015	47
Figura 14: Composizione all'interno dei vari programmi delle attività detenute per i primi due mesi di APP	47
Figura 15: Meccanismo di trasmissione del QE	50
Figura 16: Variazione delle principali variabili finanziarie	58
Figura 17: Percentuale titoli di Stato europei con rendimenti positivi, tra lo 0% e il -0.2%, sotto al -0.2%	60
Figura 18: Andamento titoli italiani dal 6 Marzo al 27 Aprile 2015	61
Figura 19: Effetti di PSPP sulla crescita del PIL e sull'inflazione al consumo	65

LISTA DEGLI ACRONIMI

ABS	Asset-Backed Securities
ABSPP	Asset-Backed Securities Purchase Programme
APF	Asset Purchase Facility
APP	Expanded Asset Purchase Programme
BC	Banca Centrale
BCE	Banca Centrale Europea
BCN	Banche Centrali Nazionali
BOE	Bank of England
BOJ	Bank of Japan
BTP	Buoni del Tesoro Poliennali
CAC	Collective Action Clauses
CBPP	Covered Bond Purchase Programme
CME	Comprehensive Monetary Easing
DF	Deposit Facility
EFSF	European Financial Stability Facility
EONIA	Euro OverNight Index Average
ESM	European Stability Mechanism
ETF	Exchange-Traded Fund
EURIBOR	Euro Inter Bank Offered Rate
FED	Federal Reserve
FMI	Fondo Monetario Internazionale
FOMC	Federal Open Market Committee
FTO	Fine-Tuning Operations
GSE	Government-Sponsored Enterprise
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices
JGB	Japanese Government Bond
LSAP	Large Scale Asset Purchases
LTRO	Longer-term Refinancing Operations
MBS	Mortgage-Backed Securities
MIP	Macroeconomic Imbalance Procedure

MLF	Marginal Lending Facility
MPC	Monetary Policy Committee
MRO	Main Refinancing Operations
OIS	Overnight Indexed Swap
OMO	Open Market Operations
OMT	Outright Monetary Transactions
PIL	Prodotto Interno Lordo
PMI	Piccole e Medie Imprese
PSPP	Public Sector Purchase Programme
QE	Quantitative Easing
REIT	Real Estate Investment Trust
SEBC	Sistema Europeo di Banche Centrali
SMP	Securities Market Programme
SO	Structural Operations
SPV	Special Purpose Vehicle
TFUE	Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea
TLTRO	Targeted Longer-Term Refinancing Operations
ZIRP	Zero Interest Rate Policy

SOMMARIO

L'obiettivo del presente elaborato è l'approfondimento dello strumento del *Quantitative Easing* (QE) una politica monetaria non convenzionale implementata da parte della Banca Centrale Europea (BCE) a partire da Marzo 2015. Per prima cosa verrà descritta la natura di questo strumento di politica monetaria, alternativo al ventaglio di strumenti tradizionali a disposizione di una Banca Centrale (BC). In seguito, l'analisi si sposterà sulle cause dell'utilizzo e degli effetti sull'economia di alcune nazioni che lo hanno sperimentato, quali Giappone, Stati Uniti e Regno Unito. Seguirà, quindi, un'ampia trattazione sul *background* economico che ha portato la BCE, prima all'utilizzo di una serie di politiche non convenzionali, ed in seguito all'implementazione del Quantitative Easing. Verranno esaurientemente spiegate le ragioni del ricorso a tale strumento e delle modalità tecniche della sua realizzazione, cercando di sottolineare le principali analogie e differenze con le esperienze passate. L'attenzione si sposterà poi sull'esame dei principali effetti attesi e osservati sulle variabili finanziarie, ovvero mercati, intermediari e il sistema finanziario *lato sensu*, senza tralasciare gli effetti previsti sull'economia reale. Il tutto verrà analizzato in un'ottica prospettica, tentando, grazie anche all'esame degli effetti osservabili, di prevedere i risvolti futuri di tale politica monetaria. Infine, verranno tratte le conclusioni generali cercando di comprendere se tale provvedimento potrà avere successo e raggiungere i risultati attesi.

IL QUANTITATIVE EASING

POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI: IL QUANTITATIVE EASING

L'obiettivo principale di una Banca Centrale è di stabilire la politica monetaria, atta a mantenere la stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo, a tenere moderati i tassi di interesse di lungo termine e a sostenere la crescita economica. In condizioni normali questi obiettivi sono raggiunti attraverso politiche monetarie convenzionali, come ad esempio le decisioni in merito ai tassi ufficiali, definiti dalla BCE "key interest rates", l'impostazione del livello della riserva obbligatoria e l'implementazione delle operazioni di mercato aperto per influenzare i tassi di interesse di breve periodo. Le operazioni di mercato aperto servono a rifornire il sistema finanziario della liquidità necessaria al suo corretto funzionamento. In tempi normali, l'impulso monetario della Banca Centrale si trasmette ai mercati tramite diversi canali, processo che viene definito "meccanismo di trasmissione monetaria". Tramite alcuni passaggi indiretti, la Banca Centrale riesce, con le operazioni di mercato aperto, ad influenzare anche i tassi di interesse di lungo termine e dunque le condizioni creditizie medie riscontrabili nel mercato finanziario: elementi che impattano direttamente sulle decisioni di investimento e consumo delle imprese e dei privati.

In situazioni particolari questi strumenti potrebbero rivelarsi inefficaci, costringendo le Banche Centrali a utilizzare misure alternative che, in contrasto a quelle standard, vengono definite non convenzionali. Durante una crisi finanziaria, ad esempio, realizzare una politica monetaria può risultare molto più difficile poiché il meccanismo di trasmissione monetaria può essere compromesso a causa di disordini nei mercati finanziari¹. La Banca Centrale può rivelarsi inefficace nel controllare il tasso di interesse di breve termine prevalente nel mercato interbancario, e dunque, nel regolare la liquidità in circolazione e sovrintendere al normale funzionamento del settore bancario. Per ovviare a tale problema, la BC può ridurre gradualmente i tassi di interesse ufficiali fino a livelli prossimi al limite inferiore dello 0%. La politica dei tassi ufficiali vicini allo zero però, come accaduto in alcune situazioni (ad esempio con la ZIRP, la *Zero Interest Rate Policy* attuata dalla *Bank of Japan*²), può non riportare

¹ Cecioni, Ferrero e Secchi (2011)

² Ueda (2010)

la situazione in condizioni normali. Quando gli strumenti di politica monetaria tradizionali risultano inefficaci, sebbene utilizzati in maniera non standard (come accade con la ZIRP), non resta altro da fare che tentare l'utilizzo di politiche non convenzionali. Sembra ad ogni modo opportuno evidenziare il fatto che la linea che distingue le politiche tradizionali da quelle non tradizionali sia molto sottile, come sottolineano Borio e Disyatat (2009)³: si tratta di selezionare un criterio per classificare le une e le altre e proseguire coerentemente con la propria scelta. In questo elaborato ci si uniformerà all'accezione molto ampia, prevalente in letteratura, di politiche non convenzionali quali l'insieme delle misure atte a correggere un malfunzionamento nel meccanismo di trasmissione monetaria in caso di inefficacia dello strumento dei tassi ufficiali. Pertanto, tutte le misure adottate dalle maggiori Banche Centrali in seguito all'aggravarsi della crisi finanziaria rientrano in tale definizione.

La *Bank of Japan* (BOJ) è da annoverare tra le prime Banche Centrali ad aver utilizzato misure non convenzionali, avendo iniziato nel 2001 un piano di Quantitative Easing per ovviare allo scenario deflazionistico che caratterizzava l'economia nipponica da un decennio. La crisi finanziaria scoppiata nel 2007 è stata però la principale causa del fiorire di strumenti alternativi adottati da diverse BC, come la *Federal Reserve* (Fed), la *Bank of England* (BOE), la BCE e la già richiamata Bank of Japan. Per alcune banche, il primo passo è stato quello di alterare le caratteristiche delle tradizionali operazioni di mercato aperto per cercare di fornire maggiore liquidità e ripristinare il normale funzionamento dei mercati finanziari. Ad esempio la BCE, negli anni seguenti la crisi finanziaria, ha più volte modificato i suoi piani d'acquisto nel tentativo di fornire liquidità al sistema finanziario paralizzato dal congelamento del mercato interbancario. Dapprima ha aumentato i volumi medi degli acquisti e la frequenza delle operazioni a più lungo termine. Poi ha introdotto un'operazione con scadenza speciale e senza importo prestabilito. In seguito, ha tagliato i tassi di interesse, impostando quello principale da variabile a fisso, ha ampliato la lista degli strumenti finanziari acquistabili e ha introdotto un'operazione con scadenza più lunga.

Altre banche invece, dopo l'immediato taglio dei tassi di interesse, hanno implementato programmi di acquisti di titoli, abbinandoli con altre politiche non standard. Ad esempio tra le principali

³ Borio e Disyatat (2009)

politiche monetarie non convenzionali adottate dalle BC negli ultimi anni ascriviamo la “*Forward Guidance*”. Quest’ultima è “l’indicazione, da parte di una Banca Centrale, di come saranno modificati i tassi di interesse in futuro”⁴ (IlSole24Ore, Febbraio 2014). E’ uno strumento particolarmente importante per ancorare le aspettative degli operatori a quanto statuito dalla BC. Rendendo note le proprie intenzioni future, l’istituto centrale influenza le decisioni di famiglie e imprese, riuscendo a controllare anche i tassi di interesse di lungo periodo. Tale indicazione è stata adottata dalla BCE nel 4 Luglio 2013, comunicando che avrebbe lasciato i key interest rates ai livelli attuali o più bassi per un prolungato periodo di tempo⁵. La Fed, tramite il *Federal Open Market Committee* (FOMC), l’organo responsabile per le decisioni di politica monetaria, ha da tempo adottato questa strategia, annunciando anche su quali basi adotterà future decisioni per lasciare inalterati o variare i tassi ufficiali. Ad esempio, nel Dicembre 2012 la Fed comunicò che non avrebbe alzato il tasso obiettivo sui *federal funds* finché il tasso di disoccupazione non fosse sceso al di sotto della soglia del 6.5% e l’inflazione fosse tornata ad un livello obiettivo del 2%⁶. Stesso discorso vale per la Bank of England che, tramite il suo governatore Mark Carney, nell’Agosto 2013 espresse la volontà di lasciare inalterati i tassi ai minimi storici almeno fino ad un significativo abbassamento del tasso di disoccupazione.

La Fed, al termine del suo secondo programma di QE, sperimentò un’altra operazione non convenzionale, “*Operation Twist*”⁷, annunciata il 21 Settembre 2011. Si trattò di un’estensione della scadenza media delle attività possedute dalla banca al fine di influenzare al ribasso i tassi di interesse di lungo periodo e dunque migliorare le condizioni generali di finanziamento. Facendo ciò la banca non aumentò ulteriormente il proprio bilancio, ingigantito dai due programmi di QE, ed evitò di apportare un’eccessiva pressione inflazionistica. Trattandosi di una modifica qualitativa e non quantitativa dei titoli in possesso della Fed, Operation Twist potrebbe essere definita come un’operazione di *Qualitative Easing*.

Un’altra esperienza di politica monetaria alternativa nata in seguito allo scoppio della crisi finanziaria è considerata quella della Banca Centrale svedese, la *Sveriges Riksbank*, che nel Luglio

⁴ <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/forward-guidance.html>

⁵ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>

⁶ <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2014/02/economist-explains-7>

⁷ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>

2009 portò in valore negativo (-0.25%) il tasso sui depositi che le banche detengono presso la BC: sostanzialmente gli istituti finanziari pagavano per depositare liquidità presso l'istituto centrale⁸. Si trattò chiaramente di un tentativo di stimolare le banche al reimpiego di tale denaro invece di depositarlo improduttivamente presso la BC. La soluzione fu temporanea e nel Settembre 2010 il segno meno scomparve per poi ricomparire solo nel Luglio 2014 (-0.50%) e toccare un limite inferiore nel Marzo 2015 (-1%). Nel frattempo altre Banche Centrali di economie minori emularono tale politica, come la Banca Centrale danese⁹ (Luglio 2012, -0.2%; Febbraio 2015, -0.75%) e la Banca Centrale svizzera¹⁰ (Dicembre 2014, -0.25%), queste due spinte anche dall'obiettivo di mantenere il cambio fisso con l'euro che si stava indebolendo¹¹. Anche la BCE, nel Giugno 2014 adottò un tasso negativo sulla "deposit facility" (-0.10%) per poi abbassarlo ulteriormente nel Settembre dello stesso anno (-0.20%)¹². Molti commentatori evidenziano però come questo tipo di politica possa avere effetti distorsivi sull'economia. Caso esemplare è ciò che è successo all'inizio del 2015 in Danimarca dove alcune banche commerciali hanno iniziato a loro volta ad applicare tassi di interesse negativi sui depositi dei correntisti, facendoli pagare per detenere i loro risparmi presso la banca¹³. Chi si è spinto ulteriormente oltre è ancora la Riksbank, prima banca al mondo ad applicare un tasso negativo sulle operazioni di rifinanziamento. Infatti, il 12 Febbraio 2015 la Banca Centrale svedese ha iniziato il suo programma di Quantitative Easing e ha annunciato un taglio di 10 punti base sul "main repo rate", il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, che ha toccato quota -0.10%¹⁴. In sostanza, le banche svedesi vengono pagate per essere rifornite di liquidità con le operazioni di mercato aperto mentre ricevono denaro grazie alla vendita di titoli del debito pubblico alla Banca Centrale. Non paga, la Riksbank ha annunciato, il 18 Marzo 2015, un ulteriore taglio di 15 punti base sul main repo rate, che è arrivato a -0.25%, e ha programmato di triplicare gli acquisti di titoli pubblici

⁸ <http://www.riksbank.se/en/Interest-and-exchange-rates/Repo-rate-table/>

⁹ <http://www.nationalbanken.dk/en/Pages/default.aspx>

¹⁰ http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20141218/source/pre_20141218.en.pdf

¹¹ La presenza di tassi negativi incentiva le banche nazionali a investire la liquidità all'estero spingendo al ribasso il tasso di cambio

¹² <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

¹³ <http://www.wsj.com/articles/danish-lenders-take-unprecedented-steps-to-combat-negative-interest-rates-1423576590>

¹⁴ <http://www.riksbank.se/en/Press-and-published/Press-Releases/2015/Riksbank-cuts-repo-rate-to-010-per-cent-buys-government-bonds-for-SEK-10-billion/>

(SEK 30 miliardi invece dei precedenti SEK 10 miliardi)¹⁵. Una politica monetaria decisamente espansiva e non convenzionale.

Tra le politiche monetarie non convenzionali adottate dalle principali Banche Centrali vi è il Quantitative Easing. Il QE è un programma di acquisti massicci di attività finanziarie da parte della Banca Centrale, finanziati tramite creazione di moneta, che porta ad un incremento della base monetaria. In particolare, differisce dalle operazioni di mercato aperto standard per due ragioni principali. Innanzitutto, le operazioni di acquisto portate a termine all'interno di questo tipo di programma sono a titolo definitivo e non temporanee. Ad esempio, i titoli obbligazionari acquistati vengono detenuti fino a scadenza ed in seguito eventualmente sostituiti con titoli simili. Al contrario, la maggioranza delle operazioni di mercato aperto sono del tipo pronti contro termine (in inglese "*repurchase agreement*" o "*repo*"), ovvero dei contestuali accordi di acquisto e rivendita con una determinata scadenza, spesso di una sola settimana. Questa differenza comporta che nel secondo caso il bilancio della BC resta sostanzialmente invariato, mentre nel caso del QE, aumenta in maniera piuttosto ingente. Ad esempio, il bilancio della Fed dopo i tre programmi di QE è passato da \$1.000 miliardi a oltre \$4.000 miliardi¹⁶. Inoltre, se nei repo i titoli di debito servono come collaterale per i prestiti che la BC eroga agli intermediari bancari, acquistandoli definitivamente la Banca Centrale trasferisce su di se il rischio di insolvenza dell'emittente di tali titoli. La seconda differenza sostanziale è che all'interno delle operazioni di mercato aperto la Banca Centrale acquista esclusivamente titoli del debito pubblico mentre all'interno di un programma di QE vengono comprati anche titoli obbligazionari del settore privato. A volte, com'è successo in Giappone, la Banca Centrale acquista anche titoli a reddito variabile, ovviamente molto più rischiosi. Le cause che portano all'utilizzo di tale politica monetaria possono essere diverse. Trattandosi di una politica monetaria fortemente espansiva, il QE ha come effetto diretto l'aumento dell'offerta di moneta che a sua volta può stimolare l'inflazione. Nel caso di un durevole periodo di deflazione (o di inflazione reputata troppo bassa), rivelatosi inefficace il taglio dei tassi ufficiali, questa politica non convenzionale può fornire uno stimolo alla crescita dei prezzi. Inoltre, in caso di malfunzionamento del meccanismo di trasmissione

¹⁵ <http://www.riksbank.se/en/Monetary-policy/Forecasts-and-interest-rate-decisions/Repo-rate-decisions/2015/-/>

¹⁶ <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/03/economist-explains-5>

monetaria dovuto ad una crisi finanziaria, la grande quantità di liquidità immessa nel sistema finanziario dalla Banca Centrale può servire a riattivare il mercato interbancario. Sempre nel caso di una crisi finanziaria, la BC può contribuire a risanare i bilanci degli intermediari finanziari a rischio fallimento a causa della presenza di titoli tossici. Non essendo esposta a rischio di insolvenza, la Banca Centrale può sobbarcarsi il rischio di detenere titoli deteriorati, evitando dei fallimenti degli istituti di credito, che scatenerebbero conseguenze ben più gravi. Tra gli effetti diretti di tale politica vi è la creazione di moneta da parte della Banca Centrale, l'aumento della liquidità degli intermediari controparti nelle operazioni di acquisto dei titoli e l'allargamento del bilancio della BC.

La letteratura accademica ha ampiamente studiato i canali di trasmissione di questo tipo di politica monetaria, suddivisi in due principali, il *"signalling channel"* e il *"portfolio rebalancing channel"*¹⁷. Il primo canale è attivato tramite le comunicazioni della Banca Centrale che promette di mantenere una determinata politica monetaria per un dato orizzonte temporale (si tratta dello stesso canale di trasmissione della Forward Guidance). L'efficacia di questo canale dipende logicamente dalla credibilità della BC. Nell'annunciare un programma di acquisti per un determinato periodo di tempo, la BC fornisce agli operatori un'informazione fortemente credibile sull'impegno della stessa a mantenere i tassi di interesse bassi nell'immediato futuro. Se così non fosse, la banca sopporterebbe ingenti perdite sui titoli obbligazionari detenuti a causa del rialzo dei tassi. Il secondo canale si attiva direttamente tramite gli acquisti dei titoli che ne rialzano i prezzi e ne abbassano i rendimenti. Gli intermediari venditori, per bilanciare il loro portafoglio, cercano di acquistare asset della stessa tipologia di quelli venduti, spingendo i prezzi ancora più in alto e deprimendo ulteriormente i rendimenti. L'effetto di questo canale trasmissivo, come sottolineano Hausken e Ncube, infatti sarà più forte sui prezzi degli asset con caratteristiche simili a quelli acquistati dalla BC. Inoltre, quando tali titoli non saranno più appetibili, gli investitori cercheranno categorie di asset più rischiose, spingendone al rialzo i prezzi e riducendo il *risk premium*. Joyce et al. (2011)¹⁸ arrivano alla conclusione che la presenza della BC come acquirente nel mercato ne migliora il funzionamento, riducendo il rischio di liquidità (*"premium for illiquidity"*) e dunque contribuisca ad aumentare il valore

¹⁷ Hausken e Ncube (2013)

¹⁸ Joyce, Lasasosa, Stevens e Tong (2011)

degli strumenti finanziari. In condizioni normali, infatti, i mercati potrebbero essere molto liquidi ma in condizioni critiche questo effetto potrebbe essere significativo.

Gli effetti attesi che derivano da queste implicazioni teoriche possono essere molteplici. Innanzitutto, il QE può agire influenzando al rialzo le aspettative di inflazione degli operatori, contribuendo a riportare il tasso di inflazione al livello auspicato. L'aumento della domanda di *bond* per l'intervento della BC nei mercati secondari ne rialza i prezzi e ne abbassa i rendimenti. Gli investitori potrebbero uscire dal mercato obbligazionario e cercare degli asset alternativi, che per i più propensi al rischio sono le azioni, e come conseguenza si potrebbe verificare un aumento dei corsi azionari. Per i meno propensi al rischio, dati i bassi tassi regnanti nell'economia domestica, gli investimenti potrebbero dirigersi in attività a reddito fisso estere: l'eccessiva offerta di moneta nel mercato valutario può provocare l'abbassamento del tasso di cambio nei confronti delle altre valute. Il deprezzamento del tasso di cambio fornisce uno stimolo alle esportazioni poiché le merci nazionali diventano relativamente meno costose per gli acquirenti esteri. Infine, alcuni investitori potrebbero rifugiarsi in attività reali come i beni immobili. Siccome la maggior parte dei titoli acquistati dalla BC sono titoli di Stato, l'abbassamento dei rendimenti giova la finanza pubblica che risparmia dal pagamento di minori interessi sul debito. Tali somme potrebbero essere investite per finanziare riforme strutturali o politiche fiscali per dare un'ulteriore stimolo all'economia. Allo stesso modo le imprese, emettendo obbligazioni che offrono rendimenti più bassi, possono ottenere economicamente la liquidità per finanziare i loro investimenti. Ad ogni modo, il nodo cruciale rimane l'impiego della liquidità a basso costo nelle mani delle banche. L'effetto finale sull'economia sarà rilevante se la maggior parte del denaro creato dalla BC diventerà credito per finanziare consumi e investimenti. Dunque, la discrezionalità nel suo utilizzo dovrebbe essere limitata al reimpiego nell'economia reale. Tuttavia, in periodi di recessione economica la concessione del credito a famiglie e imprese è notoriamente ridotta a causa di un maggiore rischio di insolvenza delle controparti. Inoltre, i crediti già presenti negli attivi delle banche potrebbero presentare delle sofferenze e le somme derivanti dal QE potrebbero essere investite nel risanare i bilanci. Per non parlare di eventuali aumenti di dividendi o acquisti di azioni proprie, gonfiate dall'aumento dei corsi azionari.

Gli obiettivi primari di un'operazione di Quantitative Easing sono, quindi, gli investitori e gli intermediari finanziari. Gli effetti finali sull'economia reale, come dimostrano alcuni casi passati, possono essere molto controversi.

ESPERIENZE PASSATE

Inquadrato il contesto di riferimento del QE all'interno del panorama delle politiche monetarie convenzionali e non, in questa sezione verranno descritte, seguendo un ordine cronologico, tre differenti esperienze di Quantitative Easing considerate più significative, quella della Bank of Japan, della Federal Reserve e della Bank of England. La significatività dipende soprattutto dalla rilevanza economica delle nazioni coinvolte, Giappone, Stati Uniti e Regno Unito, a differenza ad esempio del citato caso della Svezia. La descrizione di cause, modalità ed effetti di altri programmi di QE permette uno studio delle analogie e delle differenze e una migliore comprensione dell'esperienza della BCE. Il fine ultimo è quello di migliorare l'identificazione degli effetti che tale programma potrebbe avere sull'economia italiana ed europea.

Bank Of Japan

La prima Banca Centrale ad implementare un programma di Quantitative Easing fu la Bank of Japan che dal 2001 al 2006 comprò ingenti quantità di titoli di debito pubblico a lungo termine (*Japanese Government Bond – JGB*)¹⁹. Dopo aver provato in tutti i modi con misure convenzionali a stimolare la crescita del livello dei prezzi, la BOJ dovette intervenire drasticamente sperimentando questo tipo di politica monetaria. L'economia giapponese sperimentò per tutti gli anni 90' una stabilità del livello dei prezzi, con il costante rischio di deflazione. Per ovviare a questo problema divenuto ormai strutturale, la Banca Centrale giapponese ridusse più volte il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento fino ad arrivare ad un livello prossimo allo zero, la cosiddetta Zero Interest Rate Policy. L'economia giapponese non reagì poiché tale misura non riuscì ad alterare le aspettative di inflazione che rimasero ancora negative. Alla fine degli anni 90' si verificò una significativa stretta creditizia (*"credit crunch"*) e l'effetto della politica monetaria espansiva si risolse in un'opposta caduta nel livello dei prezzi. Una classica situazione di trappola della liquidità nella quale l'economia non reagisce agli stimoli della politica monetaria²⁰. Tra le varie opzioni formulate si scelse di implementare il

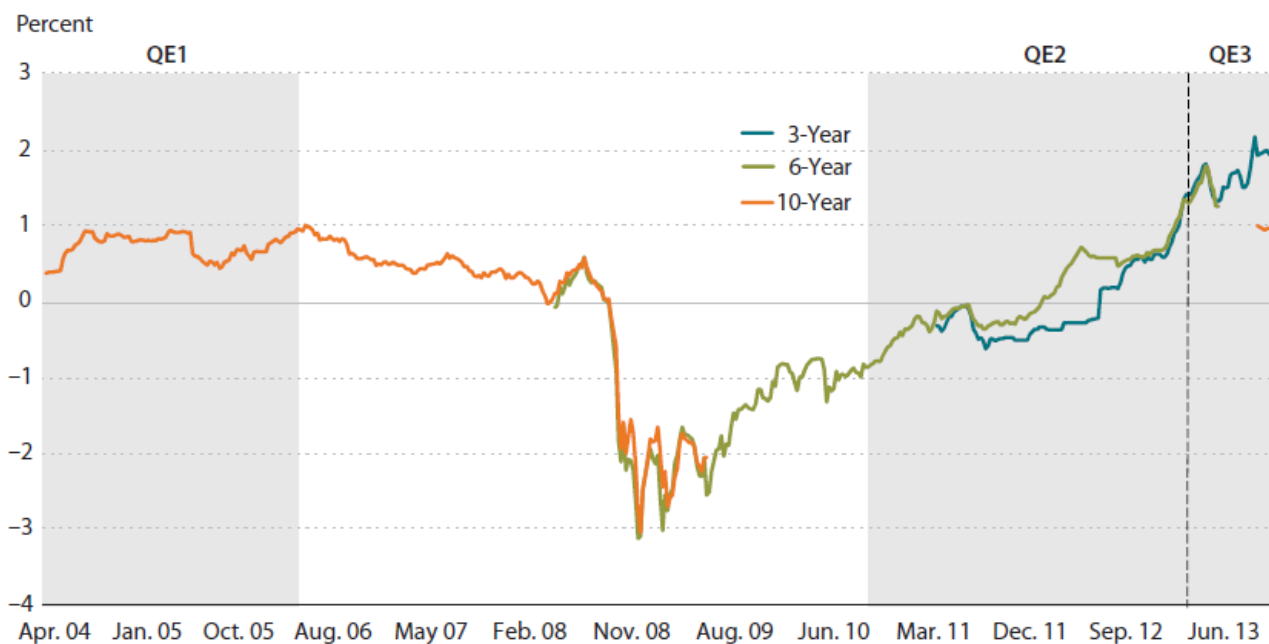
¹⁹ Shiratsuka (2010)

²⁰ <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/01/trappola-liquidita-trichet.shtml?uuid=346c09ac-e319-11dd-acbd-857b7cd398b0>

Quantitative Easing e di annunciare pubblicamente l'impegno a proseguire con tale politica finché l'inflazione non fosse tornata a livelli positivi. Questo programma non convenzionale catturò l'attenzione del mondo accademico pronto ad analizzarne gli effetti. Molti ricercatori, tra i quali Shigenori Shiratsuka (2010), sottolineano come il programma abbia solo parzialmente influenzato le variabili aggregate quali prodotto interno e inflazione. Ito e Mishkin (2006) attribuiscono il parziale fallimento di questa politica alla cattiva gestione delle aspettative del mercato da parte della BOJ²¹. La banca in quegli anni non aveva un preciso e pubblico obiettivo di inflazione come oggi hanno la maggior parte delle Banche Centrali mondiali. L'impegno a proseguire gli acquisti fino al raggiungimento di livelli non negativi di inflazione lasciò molte incertezze e rese tale politica poco credibile, presupposto fondamentale per un mutamento delle aspettative degli operatori. Il programma terminò nel 2006 poiché seppur temporaneamente, le aspettative di inflazione divennero positive (Figura 1). Nella seguente figura le aspettative di inflazione sono calcolate in base alle previsioni del mercato obbligazionario. In Giappone, come in altre nazioni sviluppate, il governo emette obbligazioni indicizzate all'inflazione, ovvero degli strumenti che pagano una cedola che dipende dal tasso di inflazione. Comparando i rendimenti dei titoli indicizzati con quelli non indicizzati (per diverse scadenze) si ottiene una misura delle aspettative di inflazione basata sulle previsioni degli operatori del mercato obbligazionario.

²¹ Ito e Mishkin (2006)

Figura 1: Aspettative di inflazione in Giappone



Fonte: Andolfatto e Li (2014)

Tuttavia nel 2008, per l'acuirsi della crisi finanziaria, le aspettative divennero negative e l'economia giapponese subì un duro contraccolpo a causa della riduzione delle esportazioni per una domanda globale fortemente ridimensionata dalla recessione. L'istituto centrale giapponese decise di non intervenire con un nuovo piano di acquisti giudicando il sistema finanziario giapponese relativamente sano poiché non deteneva asset tossici, al contrario di quello statunitense ed europeo²². Successivamente la situazione si aggravò quando l'apprezzamento dello yen contro il dollaro statunitense e l'euro rallentò ulteriormente le esportazioni. Takahashi (2013) attribuisce questo apprezzamento direttamente al mancato allargamento della base monetaria da parte della BOJ, contrariamente a quanto stava accadendo in Europa e negli USA, e all'acquisto di yen da parte degli investitori che la consideravano una valuta più sicura. Per queste ragioni, nell'Ottobre 2010 la BOJ cambiò idea e iniziò un secondo piano di acquisti, il cosiddetto "Comprehensive Monetary Easing" (CME o QE2), con l'obiettivo di raggiungere una crescita sostenibile in una situazione in cui l'elevato debito pubblico e un ampio deficit limitavano lo spettro di azione della politica fiscale mentre i tassi vicini allo 0% minavano l'efficacia della politica monetaria convenzionale²³. Fattore innovativo del

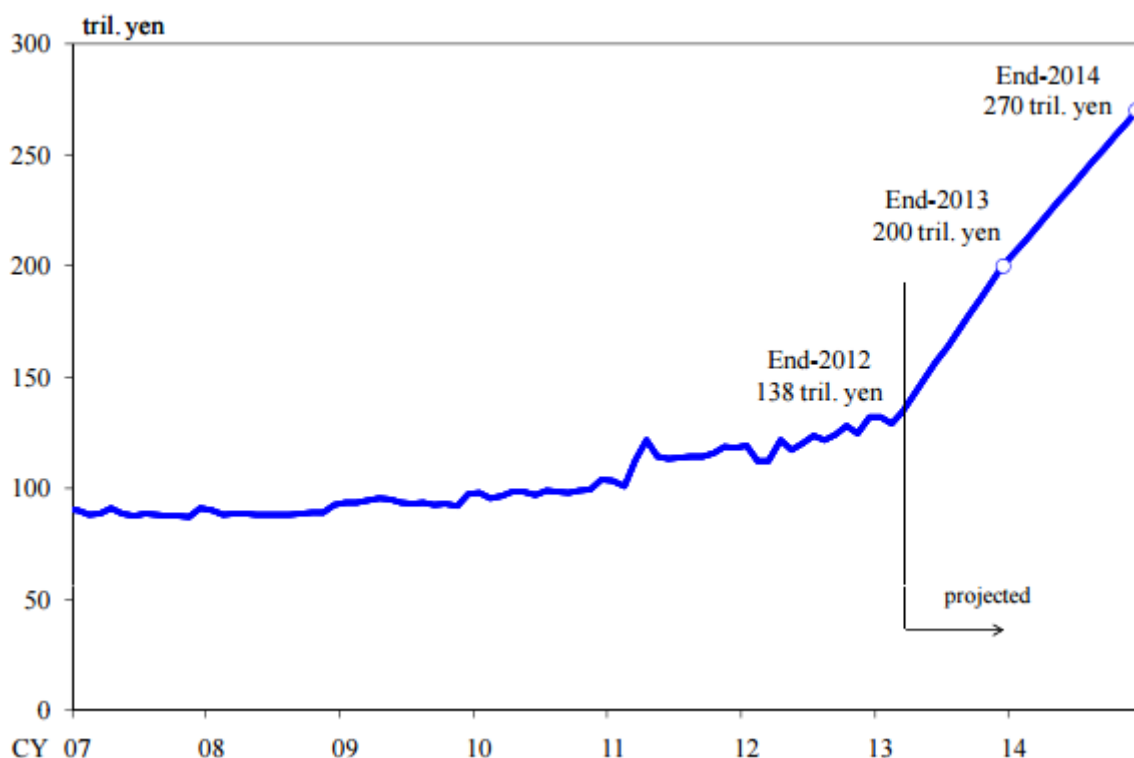
²² Takahashi (2013)

²³ W. Raphael Lam (2011)

CME fu l'ampliamento delle classi di asset acquistate: non solo titoli pubblici ma anche del settore privato; non solo bond ma anche *commercial paper* (cambiali finanziarie emesse da imprese con alto standing creditizio), *ETF* (quote di *Exchange-Traded Fund*, fondi con gestione totalmente passiva che replicano l'andamento di un determinato indice) e *REIT* (quote di *Real Estate Investment Trust*, fondi che investono nel settore immobiliare). L'obiettivo immediato auspicato era un abbassamento dei tassi di interesse di lungo periodo e del premio per il rischio attraverso uno dei canali privilegiati di trasmissione del QE, il portfolio rebalancing channel, un aggiustamento di portafoglio degli investitori verso asset più rischiosi. L'abbassamento dei tassi di interesse su tutti gli orizzonti temporali e l'ingente quantità di liquidità a basso costo fornita al settore finanziario dovevano servire a ravvivare l'attività creditizia delle banche e a far ripartire l'economia e stimolare l'inflazione. Per quasi l'intera durata del programma, terminato nell'Aprile 2013, la BOJ rimase senza un ufficiale obiettivo di inflazione che fu definitivamente approvato, dopo anni di discussione, nel Gennaio 2013, fissandolo al 2%. Nel corso dei mesi, il programma fu progressivamente ampliato in seguito all'aggravarsi della congiuntura economica, in particolare per la crisi dei debiti sovrani europea e il terribile terremoto del Marzo 2011 che sconvolse il paese. Lam (2011), tramite una metodologia di *event study*, mostra come le misure di allentamento monetario ebbero un impatto positivo sui mercati finanziari: un impatto ampio, esteso anche agli asset che la BOJ non acquistava. I rendimenti dei titoli con diverse scadenze, sia governativi che *corporate*, diminuirono. I mercati azionari e dei futures si rafforzarono e i prezzi dei REIT aumentarono particolarmente, essendo quest'ultimo un mercato relativamente piccolo rispetto alle dimensioni dell'acquirente in questione. Tuttavia non fu riscontrato un equivalente impatto sulle variabili macroeconomiche dato che le aspettative di inflazione e il tasso di cambio dello yen rimasero sostanzialmente invariati. Per questo motivo, contestualmente al termine del CME, nell'Aprile 2013 la BOJ annunciò un terzo programma di QE, questa volta denominato "*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*". L'obiettivo operativo dichiarato per questo programma, a Maggio 2015 tuttora in corso, è l'ingente espansione della base monetaria grazie a maggiori acquisti di JGB,

ETF e REIT. Come mostra la Figura 2, la BOJ ha intenzione di espandere il proprio bilancio di 60-70 bilioni²⁴ di yen l'anno, raddoppiandolo nel giro di due anni.

Figura 2: Obiettivo di Base Monetaria della BOJ



Fonte: Kuroda (2013)

Inoltre, come l'aggettivo *qualitative* suggerisce, la BOJ si propone di alterare a livello qualitativo gli acquisti aumentando la scadenza media dei titoli governativi detenuti, da 3 a 7 anni²⁵. Da segnalare come il 31 Ottobre 2014 la banca ha deciso di accelerare il raggiungimento degli obiettivi di allargamento della base monetaria (addizionali 10-20 bilioni di yen l'anno) e di estendere ulteriormente la vita media dei titoli di Stato in bilancio (maturità media estesa a 10 anni)²⁶. Anche se un'ampia analisi dei risultati di un programma ancora in corso non sia possibile, dall'autunno 2012 il mercato azionario giapponese ha mostrato un trend rialzista e il tasso di cambio dello yen si è deprezzato. Come afferma la stessa BOJ, l'economia continua a riprendersi gradualmente e si sta avvertendo un progressivo cambiamento delle aspettative deflazionistiche.

²⁴ 1 bilione = 1.000 miliardi

²⁵ <http://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>

²⁶ http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k141031a.pdf

Federal Reserve

La Banca Centrale statunitense nel 2008 diede inizio al suo primo programma di Quantitative Easing (QE1). Come già richiamato, l'organo responsabile nello stabilire la politica monetaria americana è il Federal Open Market Committee (FOMC), composto dai 7 membri del Federal Reserve Board a nomina presidenziale e dai 12 presidenti delle sedi regionali della Fed. Quando scoppiò la crisi finanziaria, nel 2007, scatenò una serie di reazioni a catena che investirono l'intero sistema finanziario americano. Gli effetti principali furono il deterioramento delle attività di tutte le tipologie di intermediari finanziari e il congelamento dei prestiti interbancari. I bilanci delle banche erano pieni di titoli tossici, soprattutto *Mortgage-Backed Securities* (MBS), un particolare tipo di obbligazione garantita da prestiti ipotecari derivante da un'operazione di cartolarizzazione²⁷. Fu necessario l'intervento del governo statunitense e della Fed. Il FOMC ridusse progressivamente il tasso di interesse ufficiale fino in prossimità dello zero nel tentativo di sostenere il sistema. Il 15 Settembre 2008, l'ammissione alla procedura fallimentare di una grande banca di investimento americana, la *Lehman Brothers*, aggravò la situazione e portò il sistema finanziario in prossimità del collasso. Le banche non vollero più assumersi ulteriori rischi e ridussero l'erogazione del credito. Il denaro a basso costo immesso dalla Fed nel sistema non fu trasmesso all'economia e non riuscì a stimolare la ripresa, determinando l'inefficacia della politica monetaria convenzionale.

La Fed iniziò quindi a sperimentare altri strumenti per ristabilire la fiducia tra le istituzioni finanziarie, incoraggiando le banche a trasferire il denaro all'economia reale. Uno di questi strumenti alternativi fu proprio il Quantitative Easing. Il primo programma di QE della Federal Reserve, denominato *Large Scale Asset Purchases* (LSAP), fu annunciato il 25 Novembre 2008 e fu finalizzato all'acquisto di \$100 miliardi di obbligazioni e \$500 miliardi di MBS da imprese sponsorizzate dal governo²⁸ (*Government-Sponsored Enterprise* - GSE) operanti nel settore immobiliare, in particolare *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*²⁹. Lo scopo era di salvare queste aziende in difficoltà finanziaria a causa della crisi dei mutui *subprime*, eliminando i titoli deteriorati dai loro bilanci. Alla

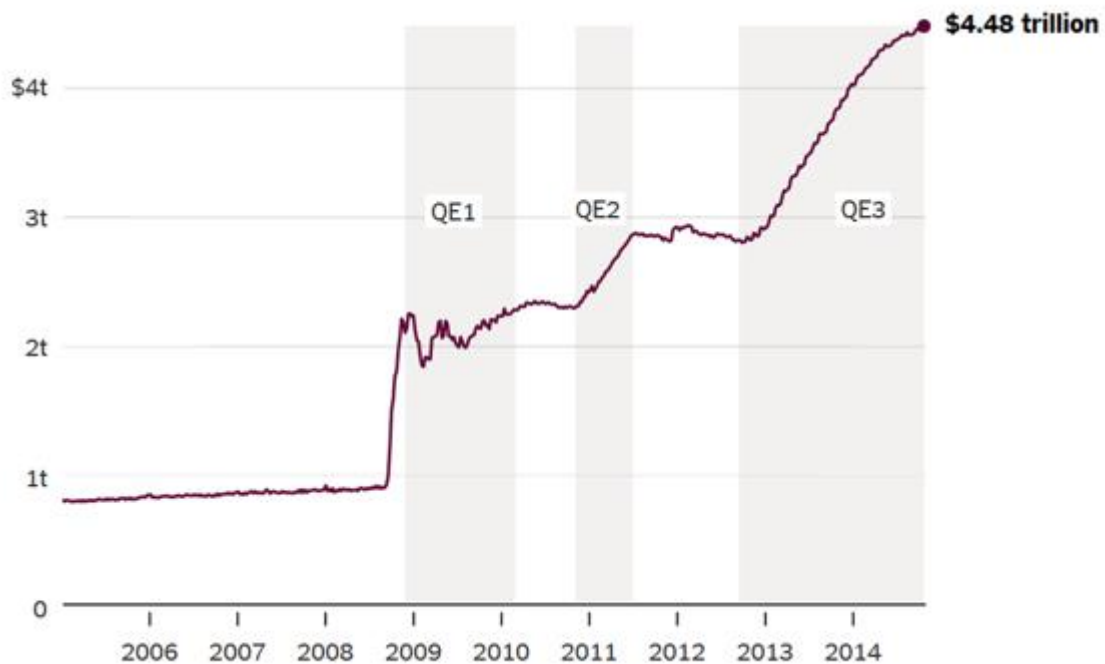
²⁷ Si tratta della tipologia più importante delle *Asset Backed Securities* (ABS), titoli obbligazionari garantiti da collaterale

²⁸ Società private con fini pubblici create dal Congresso USA per ridurre il costo del denaro in alcuni settori economici

²⁹ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20081125b.htm>

luce della crescente recessione economica, il 18 Marzo 2009, la Fed prese provvedimenti aggiuntivi, annunciando un'ulteriore espansione del proprio bilancio grazie all'acquisto di altri \$750 miliardi di MBS, \$100 miliardi di obbligazioni private e \$300 miliardi di titoli di Stato (*Treasuries*) a lungo termine³⁰. In totale, queste operazioni portarono il bilancio della Fed dal livello pre-crisi di circa \$800 miliardi a \$2.100 miliardi nel Giugno 2010 (Figura 3).

Figura 3: Asset totali detenuti dalla Fed



Fonte: New York Times³¹

Il 23 Giugno 2010 la Fed annunciò una battuta d'arresto per gli acquisti, decidendo di non rinnovare i titoli in scadenza, dal momento che la ripresa economica procedeva e il tasso di disoccupazione stava scendendo³². Tuttavia, nella successiva riunione del 10 Agosto 2010, poiché gli indicatori macroeconomici mostravano che il ritmo della ripresa stava rallentando, il FOMC decise di mantenere costante il livello di titoli detenuti dalla banca, rinnovando quelli in scadenza³³.

Il primo programma di QE aiutò indubbiamente il sistema finanziario a superare la crisi e l'economia USA a riprendersi, rimuovendo gli asset deteriorati dai bilanci degli intermediari finanziari

³⁰ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20090318a.htm>

³¹ http://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html?ref=economy&abt=0002&abg=1&_r=1

³² <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100623a.htm>

³³ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100810a.htm>

e ripristinando un minimo di fiducia nel mercato interbancario. Però, uno degli obiettivi principali fu mancato, quello di rendere disponibile più credito all'economia reale. La maggior parte della liquidità a basso costo che la Fed fornì alle banche per quasi un anno e mezzo non fu reimpiegata per la concessione di prestiti a imprese e privati (Figura 4). Dall'altra parte la domanda fu probabilmente bassa a causa di una maggior cautela da parte del settore privato nell'assunzione di debito vista la congiuntura economica negativa.

Figura 4: Crescita dei prestiti delle banche USA



Fonte: Federal Reserve

Sostanzialmente, le banche usarono quel denaro per aumentare il corso delle loro azioni, pagando dividendi più alti e acquistando azioni proprie. Inoltre, i più grandi istituti creditizi si impegnarono ad aumentare i loro attivi, tanto che lo 0,2% delle banche arrivò a controllare più del 70% degli asset totali del settore bancario statunitense³⁴. Altro obiettivo mancato fu il rilancio dell'occupazione dato che il tasso di disoccupazione USA nel 2010 era intorno al 10%³⁵. Dunque, per rilanciare l'economia, la Fed annunciò il 3 Novembre 2010 un secondo programma di QE³⁶. L'intento era di allargare ulteriormente la base monetaria per stimolare le aspettative di inflazione al fine di dare una spinta alla domanda aggregata. Perciò decise di espandere il suo bilancio acquistando \$600 miliardi di titoli di Stato a lunga scadenza entro il secondo trimestre 2011, a un passo di \$75 miliardi al mese. Alla fine

³⁴ <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303763804579183680751473884>

³⁵ U.S. Bureau of Labor Statistics - <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>

³⁶ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20101103a.htm>

del programma, nel Giugno 2011, l'economia mostrava segni di ripresa e la Fed decise di mantenere stabile il livello dei suoi asset a circa \$2,8 bilioni. Tuttavia, il 21 Settembre 2011, la Fed decise di implementare Operation Twist, l'operazione già descritta in precedenza di estensione della scadenza media dei titoli detenuti in bilancio³⁷. L'obiettivo era di mettere pressione al ribasso sui tassi di interesse di lungo periodo per rendere più accomodanti le condizioni medie di finanziamento. L'acquisto di \$400 miliardi di Treasuries con scadenze dai 6 ai 30 anni rimpiazzò un uguale ammontare di titoli pubblici con scadenze inferiori ai 3 anni. Dato che il bilancio della Fed non cambiò in quantità ma solamente in qualità, Operation Twist fu considerata un'operazione di *Qualitative Easing* e servì ad evitare un'eccessiva pressione inflazionistica che si sarebbe potuta creare con il QE. Il programma sarebbe dovuto terminare nel Giugno 2012, ma la Fed decise di rinnovarlo, rimpiazzando altri \$267 miliardi di titoli di Stato entro la fine dell'anno³⁸. Gli effetti benefici di QE2 si avvertirono soprattutto sull'economia dato che l'inflazione rimase stabilmente intorno al 2% e il PIL recuperò il suo livello pre-crisi (Figura 5).

Figura 5: PIL reale e PIL potenziale USA, in miliardi di dollari del 2009



Fonte: New York Times³⁹

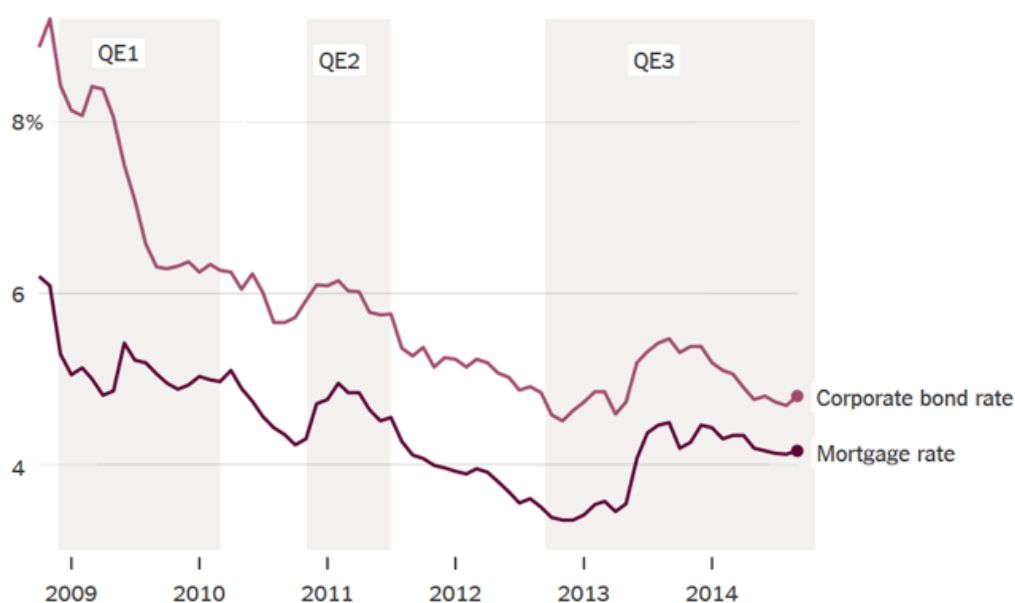
³⁷ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110921a.htm>

³⁸ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-06-20/fed-expands-operation-twist-by-267-billion-through-year-end>

³⁹ http://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html?ref=economy&abt=0002&abg=1&_r=1

Inoltre, Operation Twist contribuì ad abbassare i tassi di interesse di lungo periodo, con effetti positivi sul mercato immobiliare (Figura 6).

Figura 6: Tassi di interesse medi su obbligazioni societarie e mutui in USA



Fonte: New York Times⁴⁰

Tuttavia, il tasso di disoccupazione rimase ancora elevato (circa 8%) e impegnarsi per abbassarlo divenne la prima preoccupazione della Federal Reserve, obiettivo statuito nel suo mandato⁴¹. Per questa ragione, il 13 Settembre 2012 la Fed annunciò un terzo programma di Quantitative Easing, promettendosi di acquistare ulteriori \$40 miliardi di MBS al mese⁴². Inoltre, il 12 Dicembre 2012, non appena terminò Operation Twist, l'istituto centrale decise di continuare ad acquistare \$45 miliardi al mese di Treasuries a lunga scadenza, questa volta senza vendere i titoli a più breve scadenza. Questa azione comportò in totale un aumento del bilancio della banca di \$85 miliardi al mese. In questo caso all'inizio non fu annunciato un termine per QE3, tanto che alcuni commentatori lo ribattezzarono "QE Infinity"⁴³. Però, il 18 Dicembre 2013, com'era già stato annunciato nei mesi precedenti, iniziò ufficialmente il "Tapering", il programma di ridimensionamento progressivo del QE⁴⁴.

⁴⁰ http://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html?ref=economy&abt=0002&abg=1&_r=1

⁴¹ http://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm

⁴² <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120913a.htm>

⁴³ <http://www.ft.com/cms/s/0/4c91870a-066a-11e2-bd29-00144feabdc0.html#axzz3J9s6lir8>

⁴⁴ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20131218a.htm>

Gli acquisti diminuirono a un passo di \$10 miliardi al mese (\$5 miliardi di MBS e \$5 miliardi di Treasuries) e, come programmato, terminarono il 29 Ottobre 2014⁴⁵. In totale, i tre programmi di QE incrementarono il bilancio della Fed di circa \$3,7 bilioni, portandolo da circa \$800 miliardi a \$4.500 miliardi⁴⁶. QE3 diede un ulteriore stimolo all'economia, dato che il PIL tornò a crescere rapidamente, e riportò equilibrio nel mercato del lavoro, dove il tasso di disoccupazione scese al 5,8% nell'Ottobre 2014 dopo aver raggiunto il picco del 9,9% nel Dicembre 2009.

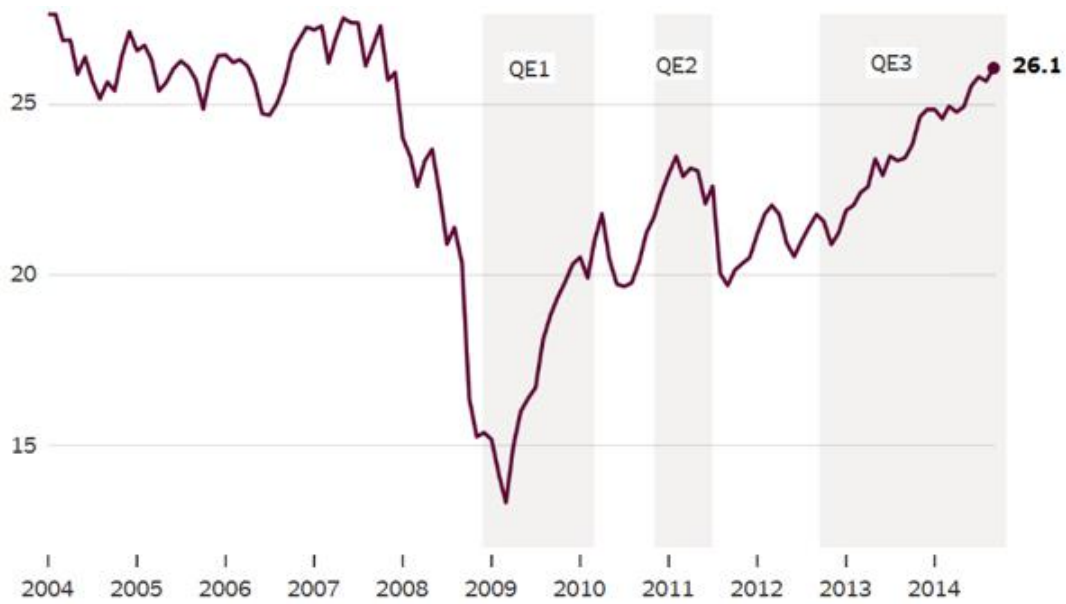
Osservando i dati macroeconomici sembrerebbe dunque che questo tipo di politica monetaria adottata dalla Banca Centrale americana ha sortito effetti benefici per il sistema finanziario ma anche per l'economia reale. Va sottolineato però come in questi casi sia difficile isolare gli effetti di talune politiche (monetarie) da altre (ad esempio fiscali), e come quindi sia inappropriato attribuire degli effetti positivi ad una sola politica piuttosto che ad un'altra o all'azione combinata di entrambe. I dati rispecchiano ciò che è accaduto grazie anche al Quantitative Easing, mentre non si avrà mai una prova empirica di cosa sarebbe successo se la Fed non fosse intervenuta in tale maniera o se il governo USA avesse scelto diverse soluzioni o la congiuntura economica internazionale avesse apportato diverse conseguenze. Inoltre, alcuni commentatori hanno evidenziato alcune conseguenze negative del QE implementato dalla Federal Reserve. Prima di tutto, la corsa agli acquisti di attività alternative alle obbligazioni potrebbe aver causato una bolla speculativa, prima nell'oro e in altre merci (*commodities*), poi nel mercato azionario⁴⁷. Il prezzo di un'oncia d'oro è passato da \$870 nel 2008 a \$1.900 nel 2011. Gli indici borsistici *Dow Jones* e *S&P500* hanno mostrato aumenti record nel 2013, non riflettendo il trend dei profitti delle imprese (Figura 7).

⁴⁵ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm>

⁴⁶ http://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/the-fed-has-not-stopped-trying-to-stimulate-the-economy.html?rref=upshot&abt=0002&abg=1&_r=0

⁴⁷ <http://www.forbes.com/sites/feeonlyplanner/2011/08/28/gold-bubble-or-not/>

Figura 7: S&P500 rapportato alla media dei profitti degli ultimi 10 anni, aggiustati per l'inflazione



Fonte: New York Times⁴⁸

Ancora, il Quantitative Easing potrebbe aver favorito solamente la fascia più ricca della popolazione americana. Siccome il 5% più ricco degli americani detiene l'82% delle azioni detenute individualmente e più del 90% delle obbligazioni, l'aumento del valore degli strumenti finanziari stimolato dal QE ha beneficiato maggiormente i più ricchi. Al contrario, la maggior parte della popolazione resta fortemente colpita dalla recessione, dipendendo per la loro ricchezza da immobili e redditi da lavoro⁴⁹. Infine, alcuni opinionisti obiettano che una parte dell'ingente quantità di liquidità creata dalla Fed possa esser stata investita all'estero a causa dei tassi bassi imperanti nell'economia americana, trovando migliori opportunità d'investimento altrove e beneficiando economie straniere⁵⁰.

⁴⁸ http://www.nytimes.com/2014/10/30/upshot/quantitative-easing-is-about-to-end-heres-what-it-did-in-seven-charts.html?ref=economy&abt=0002&abg=1&_r=1

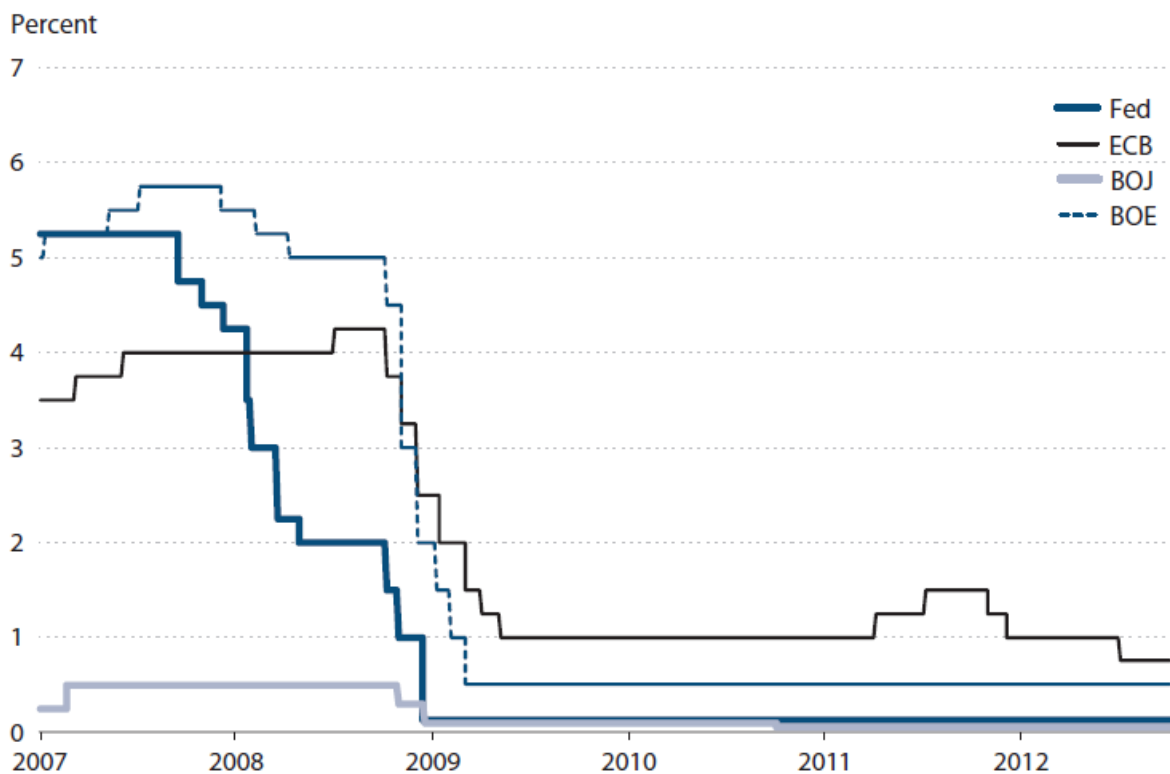
⁴⁹ <http://www.cnbc.com/id/49031991>

⁵⁰ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2010-11-17/bernanke-s-cheap-money-stimulus-spurs-corporate-investment-outside-u-s->

Bank Of England

Nel Marzo 2009 il *Monetary Policy Committee* (MPC), l'organo della Bank of England responsabile della politica monetaria britannica, diede avvio ad un programma di Quantitative Easing, denominato "Asset Purchase Facility" (APF)⁵¹. Come accaduto per le altre maggiori Banche Centrali nel periodo seguente lo scoppio della crisi finanziaria, nel tentativo di stimolare l'economia, il tasso d'interesse ufficiale, denominato "bank rate", fu ridotto più volte fino a raggiungere lo 0,5% (Figura 8).

Figura 8: Tassi di interesse principali della Fed, BCE, BOJ e BOE



Fonte: Fawley e Neely (2013)

Il MPC giudicò tale livello come il limite inferiore sotto al quale non si sarebbe potuto scendere. All'indomani del fallimento di Lehman Brothers però tali misure si rivelarono insufficienti. Perciò, per dare maggiore liquidità al sistema finanziario e cercare di centrare l'obiettivo del 2% del tasso di inflazione, la BOE decise di implementare un programma di Quantitative Easing. Tra il Marzo e il Novembre 2009, il MPC decise di acquistare, alzando più volte l'obiettivo, £200 miliardi di strumenti

⁵¹ http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/qe_faqs.aspx

finanziari, di cui titoli privati per circa £3 miliardi⁵² e titoli di Stato (*gilts*) per il rimanente importo. Come negli USA, anche nel Regno Unito la Banca Centrale si concentrò quasi esclusivamente sull'acquisto di obbligazioni piuttosto che sul facilitare le condizioni di prestito alle banche. Questo perché nei due paesi anglosassoni il mercato obbligazionario gioca un ruolo relativamente più importante rispetto al settore bancario, mentre in Europa e Giappone è esattamente il contrario⁵³. La Banca Centrale, dunque, sceglie la metodologia più adatta a fornire liquidità al sistema finanziario, che rifletta la struttura della propria economia. Inoltre, la BOE ha dichiarato come si sia concentrata sull'acquisto di asset soprattutto da intermediari finanziari non bancari. Infatti, siccome le banche erano ancora impegnate a sistemare i bilanci a causa della crisi e non avrebbero dunque iniettato il denaro nell'economia, reputava che l'acquisto da quest'ultime si sarebbe rivelato un canale più debole⁵⁴. Joyce et al. (2011) sottolineano come gli acquisti nel programma di QE abbiano avuto significativi effetti sull'economia⁵⁵. Prima di tutto, i rendimenti sui titoli di Stato si abbassarono in media di circa 100 punti base, con una diminuzione del rischio di liquidità e dei relativi rendimenti sui titoli a più lunga scadenza. Stessi effetti positivi furono riscontrati sulle obbligazioni del settore privato e sul mercato azionario anche se gli autori sottolineano come sia difficile attribuirli solamente al Quantitative Easing. Inoltre, effetti significativi furono riscontrati sul tasso d'inflazione e sul PIL. Al termine del primo programma di QE, la BOE decise di mantenere a £200 miliardi il livello degli asset detenuti, reinvestendo i proventi nella sostituzione dei titoli in scadenza. Per quasi due anni il MPC non intervenne direttamente con nuove politiche monetarie, finché il 6 Ottobre 2011, temendo di mancare il target del 2% di inflazione, annunciò l'espansione del bilancio della banca di ulteriori £75 miliardi⁵⁶. Nel Febbraio 2012 la banca aumentò ulteriormente l'APF di £50 miliardi e nel Luglio 2012, in seguito a due trimestri consecutivi di contrazione del PIL (2011 Q4, 2012 Q1), di altri £50 miliardi fino ad arrivare ad un totale di £375 miliardi di attivi detenuti dalla banca⁵⁷. Al Maggio 2015, il MPC non ha

⁵² L'annuncio della BOE prevedeva un mandato ad acquistare *corporate bonds, commercial paper, prestiti sindacati e ABS* per totali £50 miliardi

⁵³ Fawley e Neely (2013)

⁵⁴ <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/default.aspx>

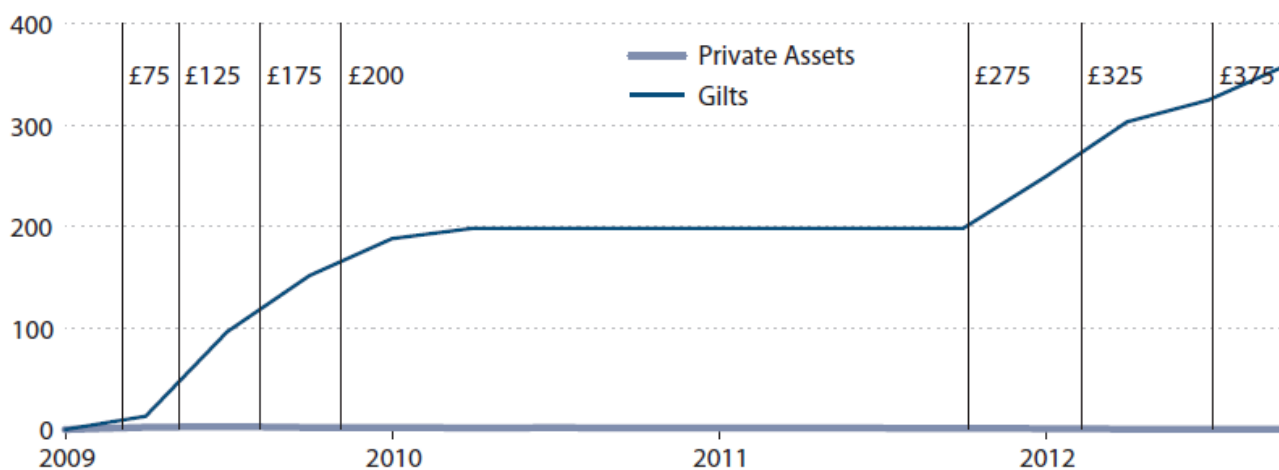
⁵⁵ Joyce, Tong e Woods (2011)

⁵⁶ http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/qe_faqs.aspx

⁵⁷ Fawley e Neely (2013)

variato lo stock di asset detenuti, sostituendo i titoli in scadenza, con la promessa di mantenerli almeno finché il bank rate sia rialzato ad un livello tale che, se necessario in futuro, possa essere abbassato di nuovo⁵⁸. Come sottolineano Weale e Wieladek (2014), l'acquisto di attività finanziarie da parte della BOE ha avuto effetti statisticamente significativi sul PIL reale e sull'inflazione⁵⁹. I due autori calcolano che per acquisti pari all'1% del PIL sia corrisposto un aumento del PIL reale britannico dello 0,18% e dell'indice dei prezzi al consumo dello 0,30%. Al contrario di quanto previsto nel primo annuncio del Gennaio 2009, la BOE non ha mai acquistato una grande quantità di titoli privati, che rimangono ben al di sotto dell'1% del totale degli acquisti (Figura 9).

Figura 9: Asset acquistati dalla BOE



Fonte: Fawley e Neely (2013)

⁵⁸ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2014/irspnote140212.pdf>

⁵⁹ Weale e Wieladek (2014)

IL QUANTITATIVE EASING DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

OBIETTIVI E STRUMENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La Banca Centrale Europea è la Banca Centrale dei 19 paesi dell'Unione Europea che, ad oggi, hanno adottato l'euro come valuta nazionale⁶⁰ e per i quali ha la responsabilità di condurre la politica monetaria⁶¹. Insieme alle 19 Banche Centrali Nazionali (BCN) dei singoli paesi aderenti costituisce l'Eurosistema, il sistema di Banche Centrali dei paesi dell'area dell'euro. Date le profonde differenze non solo politiche, ma anche economiche tra i paesi che compongono l'Eurozona, i costituenti ritennero più appropriato mantenere la struttura delle BCN per far sì che la cooperazione funzionasse meglio. Ogni Banca Centrale nell'area euro ha la sua infrastruttura, il suo personale e la sua struttura operativa che sono tuttora sfruttate dall'Eurosistema. Inoltre, sono perfettamente integrate nel sistema bancario locale e il personale ha la massima conoscenza del tessuto economico nazionale. Pertanto, le Banche Centrali Nazionali sono azioniste della BCE in proporzione alla popolazione e all'economia della nazione e contribuiscono all'adozione delle sue decisioni di politica monetaria. Infatti, il principale organo decisionale della BCE è il Consiglio Direttivo, composto dai 6 membri del Comitato Esecutivo (Presidente, Vicepresidente e altri 4 membri, eletti dal Consiglio europeo) e dai 19 governatori delle BCN, questi ultimi soggetti a rotazione del diritto di voto (ad ogni riunione hanno diritto di voto 15 governatori su 19). Il principio generale che guida l'operato della BCE è l'accentramento per il processo decisionale e il decentramento per quanto riguarda l'implementazione operativa delle politiche. Ovvero, le decisioni di politica monetaria vengono adottate nelle riunioni del Consiglio a Francoforte mentre le operazioni sono portate a termine dalle singole BCN. L'obiettivo della BCE è di mantenere la stabilità dei prezzi così come recita l'art. 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE). La definizione quantitativa di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE è quella di un aumento annuale dell'Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato (HICP secondo la dicitura inglese *Harmonised Index of Consumer Prices*) al di sotto del 2%. Il

⁶⁰ L'insieme di queste 19 nazioni viene spesso definito Eurozona o area dell'euro

⁶¹ Le seguenti informazioni sulla composizione e sul funzionamento della BCE provengono dal suo sito ufficiale - <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Consiglio Direttivo ha anche precisato che, per ovviare a sovrastime strutturali nella rilevazione del tasso di inflazione e per avere un adeguato margine di sicurezza da una situazione deflattiva, tale valore, nel medio periodo, deve essere prossimo al 2%. Un chiaro obiettivo di inflazione (*inflation target*) migliora la trasparenza della politica monetaria, fornisce un chiaro parametro entro il quale gli operatori possono ritenere che la banca sia tenuta ad intervenire ed infine serve come guida per le aspettative di inflazione. L'art. 127 prosegue dicendo che "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC⁶² sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione" (Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea), attribuendo una precisa gerarchia tra i due obiettivi. Dunque, la BCE come suo obiettivo principale non ha lo stimolo dell'economia, credendo che la sola stabilità dei prezzi favorisca la crescita del PIL e dell'occupazione. L'istituto centrale ha il monopolio nell'emissione delle banconote e delle riserve bancarie, pertanto ha il pieno controllo della base monetaria e può gestire l'offerta di moneta. Il Consiglio Direttivo si riunisce ogni 2 mesi per valutare la situazione economica attuale e prendere o meno decisioni per preservare la stabilità dei prezzi. Ogni decisione è basata su accurate analisi economiche e monetarie condotte dal personale tecnico della BCE e delle Banche Centrali Nazionali. Nelle riunioni del Consiglio vengono impostati i *key interest rates*: il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale (*Main Refinancing Operations – MROs*), quello sui depositi (*Deposit Facility – DF*) e quello sui rifinanziamenti marginali (*Marginal Lending Facility – MLF*).

Gli strumenti standard a disposizione dell'Eurosistema per l'implementazione della politica monetaria sono essenzialmente tre: le operazioni di mercato aperto (*Open Market Operations – OMOs*), l'impostazione della riserva obbligatoria e la decisione in merito ai tassi ufficiali. Nelle operazioni di mercato aperto la banca mira a gestire la liquidità in circolazione e a influenzare i tassi di interesse prevalenti nell'economia. La BCE identifica 4 tipologie differenti: le operazioni di rifinanziamento principale (*Main Refinancing Operations – MROs*), le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*Longer-term Refinancing Operations - LTROs*), le operazioni di fine-tuning (*Fine-*

⁶² Sistema Europeo di Banche Centrali. E' l'organismo guidato dalla BCE e composto dalle altre Banche Centrali Nazionali dei paesi dell'Unione Europea. Finché ci saranno paesi dell'Unione che non avranno adottato l'euro come moneta nazionale esisterà l'Eurosistema, sottoinsieme del SEBC.

Tuning Operations – FTOs) e le operazioni strutturali (*Structural Operations* – SOs). Le MROs sono le operazioni di gran lunga più importanti che forniscono al sistema finanziario la maggior parte della liquidità necessaria. Non a caso il tasso che provvede a decidere e pubblicare bimensilmente il Consiglio è quello applicato su questo tipo di operazioni. Sono operazioni *repo* condotte con gli intermediari finanziari con cadenza e scadenza settimanale. Le LTROs hanno la stessa natura ma una cadenza mensile e una scadenza trimestrale, condotte con l'obiettivo di fornire liquidità a più lungo termine alle controparti. Le FTOs sono mirate a dirigere i tassi di interesse, assorbendo o creando liquidità per controbilanciarne l'eccessiva fluttuazione che può influenzare i tassi. Data la loro natura, a differenza delle due precedenti, le FTOs non sono operazioni regolari ma vengono decise e implementate caso su caso dalla BCE con determinate controparti. Possono essere dei *repo* o dei *currency swap*. Infine, le SOs sono delle operazioni strutturali non regolari che possono essere condotte in diversa maniera per aggiustare la posizione dell'Eurosistema nei confronti del sistema finanziario. Secondo il principio del decentramento operativo le OMOs sono condotte dalle singole Banche Centrali Nazionali seguendo le istruzioni della BCE. Come detto sopra, le decisioni in merito ai tassi ufficiali riguardano, oltre alle MROs, anche due altri istituti della BCE, definiti *Standing Facilities*: Deposit Facility e Marginal Lending Facility. Sono mirati a fornire o assorbire la liquidità overnight e fissare delle bande di oscillazione per i tassi overnight. La particolarità è che sono attivabili su iniziativa delle controparti a differenza delle OMOs che sono decise dalla BCE. Gli intermediari possono utilizzare la MLF per ottenere liquidità in cambio di attività considerate idonee (*eligible assets*), pagando un determinato interesse. Altrimenti, se in possesso di liquidità eccessiva possono depositarla presso le rispettive BCN, ottenendo un determinato interesse. Questi due tassi di interesse sono decisi bimensilmente dal Consiglio Direttivo della BCE e in condizioni normali costituiscono rispettivamente il limite superiore (*ceiling*) e inferiore (*floor*) per i tassi di interesse nel mercato interbancario. La BCE, nel Settembre 2014, ha impostato il primo allo 0.30% e il secondo, come già ricordato, al -0.20%, ossia gli istituti di credito pagano per detenere delle riserve in eccesso presso la Banca Centrale. Infine, il terzo strumento convenzionale utilizzato per condurre la politica monetaria è il regime di riserva obbligatoria. Si tratta di imporre un livello minimo di riserve che le istituzioni bancarie devono mantenere in media per un periodo di tempo mensile presso la Banca

Centrale per non incorrere in sanzioni pecuniarie. Lo scopo è controllare la liquidità e stabilizzare i tassi di interesse di breve periodo. La BCE imposta questi requisiti di riserve che variano da banca a banca a seconda della composizione del loro bilancio. A partire dal 18 Gennaio 2012 applica un coefficiente dell'1% (precedentemente del 2%) sulle passività a più breve termine (generalmente inferiori ai 2 anni) per le quali è maggiore il rischio di liquidità⁶³. A differenza delle OMOs che vengono condotte settimanalmente e delle decisioni sui tassi che vengono prese bimensilmente (e in alcuni casi sono modificati anche più volte all'anno), il regime di riserva obbligatoria è stato modificato dalla BCE solo in una occasione nel 2012. Le istituzioni soggette al regime di riserva obbligatoria sono le sole che hanno accesso alle Standing Facilities e alle OMOs regolari. Per le operazioni straordinarie, al fine di ampliare il più possibile la platea delle controparti, la BCE non impone limiti aprioristici.

⁶³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/calc.en.html>

MISURE NON CONVENZIONALI ADOTTATE DALLA BANCA CENTRALE EUROPEA

La gamma degli strumenti a disposizione della BCE è stata notevolmente ampliata o meglio, modificata negli ultimi anni a causa della crisi finanziaria. Al contrario della Fed, la BCE all'inizio non modificò i tassi di interesse perché il sistema finanziario europeo non era in condizioni critiche come quello statunitense. La prima operazione straordinaria venne effettuata il 12 Dicembre 2007, quando, in una manovra congiunta con le altre principali Banche Centrali, la BCE decise di allentare le condizioni di rifinanziamento a breve per il settore bancario offrendo linee di liquidità in dollari USA alle proprie controparti⁶⁴. In seguito, il 28 Marzo 2008, la banca annunciò un nuovo tipo di LTROs con scadenza a 6 mesi, con l'obiettivo di sostenere la normalizzazione del funzionamento del mercato monetario denominato in euro. Il 15 Settembre 2008 fallì Lehman Brothers e il sistema finanziario fu vicino al collasso: ministri finanziari e governatori delle Banche Centrali del G7 si impegnarono a sostenerlo in tutti i modi. Il 26 Settembre, le principali Banche Centrali agirono di concerto fornendo liquidità a una settimana in dollari USA; la BCE propose acquisti per \$35 miliardi con aste a tasso variabile e un raddoppio, da \$120 miliardi a \$240 miliardi, delle temporanee linee di swap nelle reciproche valute con la Fed. Il 29 Settembre il Consiglio Direttivo annunciò un'operazione di rifinanziamento con scadenza speciale (38 giorni) con una procedura d'asta standard a tasso variabile senza importo prestabilito. L'8 Ottobre venne presa una decisione ancora più vigorosa: tutti e tre i key interest rates vennero modificati di 50 punti base (Figura 10).

⁶⁴ Le seguenti informazioni sulle operazioni adottate dalla BCE in seguito alla crisi finanziaria provengono da una apposita sezione del sito ufficiale della banca - <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.it.html>

Figura 10: Key Interest Rates della BCE

Date	Deposit facility	Main refinancing operations			Marginal lending facility
		Fixed rate tenders		Variable rate tenders	
		Fixed rate		Minimum bid rate	
	With effect from	Level	Level	Level	Level
2014	10 Sep.	-0.20	0.05	-	0.30
	11 Jun.	-0.10	0.15	-	0.40
2013	13 Nov.	0.00	0.25	-	0.75
	8 May.	0.00	0.50	-	1.00
2012	11 Jul.	0.00	0.75	-	1.50
2011	14 Dec.	0.25	1.00	-	1.75
	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25
	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
2009	13 May	0.25	1.00	-	1.75
	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
2008	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct.	3.25	3.75	-	4.25
	9 Oct.	3.25	-	-	4.25
	8 Oct.	2.75	-	-	4.75
	9 Jul.	3.25	-	4.25	5.25

Fonte: Banca Centrale Europea

Quello applicato alle MROs da variabile diventò fisso: dal tasso variabile minimo del 4,25% al tasso fisso del 3,75%. Quello sulla Deposit Facility fu innalzato dal 2,75% al 3,25% e quello sulla Marginal Lending Facility fu ridotto dal 4,75% al 4,25%, causando perciò un restringimento del corridoio di oscillazione formato dai tassi sulle Standing Facilities che passò da 200 a 100 punti base. La riduzione del differenziale tra ceiling e floor dei tassi ufficiali fu un chiaro tentativo della BCE di influenzare fortemente i tassi del mercato interbancario. Il 15 Ottobre la BCE introdusse una temporanea offerta di dollari statunitensi attraverso dei *foreign exchange swap* e ampliò l'elenco degli eligible assets, ovvero, vennero considerati idonei come garanzia nelle operazioni pronti contro termine dei titoli con rating più bassi. Fino all'Aprile 2009 la BCE continuò a modificare i tassi ufficiali riducendoli più volte e riportando il corridoio a 200 punti base (DF 0,25%; MROs 1,25%; MLF 2,25%). Il 7 Maggio fu introdotta una tipologia di operazione di rifinanziamento con scadenza a un anno senza limite di importo e il tasso sulle MROs arrivò all'1%. L'insieme di tutte queste operazioni riuscì a salvare il sistema finanziario dal tracollo e riabilitò il mercato interbancario.

Tuttavia, un grave credit crunch colpì le economie europee poiché le banche avevano notevolmente diminuito l'attività creditizia nei confronti del settore privato. Con la speranza di risolvere questo problema, il 4 Giugno 2009 vide la luce il primo programma di acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programme – CBPP*) denominate in euro ed emesse nell'Eurozona. Per

obbligazione garantita (*covered bond*) si intende “un’obbligazione bancaria caratterizzata da un profilo di rischio molto basso e da un’elevata liquidità”⁶⁵ (Borsa Italiana, Settembre 2007) che corrisponde rendimenti minori rispetto ai titoli obbligazionari non garantiti. La causa della bassa rischiosità del titolo è il vincolo di destinazione alla remunerazione del bond che l’emittente pone su una parte delle sue attività fruttifere. Questi titoli godono dunque di una doppia garanzia data dalle attività vincolate (*cover pool*) e dalla solvibilità della banca, in quanto, nonostante siano emessi tramite cartolarizzazione, rimangono nelle passività della banca *originator* e non della società veicolo. Con l’acquisto di obbligazioni garantite la BCE era intenzionata a stabilizzare il mercato di questi strumenti che garantiscono alle banche liquidità a basso costo. Per la prima volta la BCE si cimentò nell’acquisto di attività a titolo definitivo (*outright purchases*), intervenendo sia nel mercato primario che in quello secondario. CBPP potrebbe essere definito come una prima forma di Quantitative Easing se non fosse per il fondamentale difetto quantitativo: si trattò di un programma di dimensioni relativamente ridotte, €60 miliardi di acquisti condotti per la durata di un anno. Fu dunque un programma mirato al ripristino di un determinato segmento del mercato finanziario che non ampliò in maniera sostanziale il bilancio della banca. Al termine annuale prestabilito, nel Giugno 2010, la BCE decise di detenere fino alla scadenza le obbligazioni garantite acquistate, che all’Aprile 2015 ammontavano a circa €25 miliardi⁶⁶.

Nella primavera del 2010, in Europa scoppiò la crisi dei debiti sovrani, diretta conseguenza della crisi finanziaria del 2007 che ebbe “considerevoli e persistenti effetti sui deficit pubblici”⁶⁷ (Cecioni, Ferrero e Secchi, Settembre 2011). Il caso greco di occultamento della reale situazione ben più grave dei conti pubblici scatenò un crollo della fiducia da parte degli investitori sulla solvibilità dei debiti di alcuni paesi europei quali Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna. Il premio per il rischio richiesto dagli investitori crebbe esponenzialmente e di conseguenza i rendimenti dei titoli di Stato di tali paesi aumentarono notevolmente. Il funzionamento dei mercati secondari dei titoli di Stato venne seriamente compromesso e per risolvere questo problema, la BCE annunciò il 10 Maggio 2010 il

⁶⁵ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/coveredbond.htm>

⁶⁶ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/liq/html/index.en.html>

⁶⁷ Cecioni, Ferrero e Secchi (2011)

Securities Market Programme (SMP), un programma di acquisto di obbligazioni pubbliche e private nei mercati secondari. L'obiettivo fu di ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria, duramente colpito dalle disfunzioni nei mercati obbligazionari, e di frenare l'aumento degli spread sui titoli dei paesi colpiti dalla crisi dei debiti sovrani. Al suo culmine, il programma totalizzò acquisti per circa €218 miliardi e al suo termine, nel Settembre 2012, la BCE decise di mantenere i titoli in portafoglio fino a scadenza (ad Aprile 2015 le attività rimanenti relative al SMP ammontavano a circa €140 miliardi). Nonostante le notevoli dimensioni del programma, non si può ancora parlare di QE in quanto gli acquisti condotti dalla BCE furono sterilizzati da una stessa quantità di liquidità assorbita dal sistema. Infatti, l'Eurosistema drenò la liquidità fornita tramite il SMP conducendo operazioni settimanali di assorbimento fino al Giugno 2014 e pertanto, la base monetaria non subì modifiche. Il bilancio della BCE al 31 Dicembre 2012 mostra che quasi la metà delle obbligazioni pubbliche acquistate nel SMP furono italiane (€102 miliardi) e una buona parte spagnole (€44 miliardi) mentre gli acquisti di bond delle tre nazioni più colpite dalla crisi (Grecia, Irlanda e Portogallo), tanto da richiedere aiuti alle autorità internazionali, furono minori. Tuttavia l'intervento fu più pervasivo per quest'ultimo dato che al termine del SMP la BCE deteneva il 20% dei titoli greci e portoghesi in circolazione contro il 6% di quelli italiani⁶⁸. La risposta dei mercati fu positiva e, dopo l'estate 2011 nella quale ci fu un riacutizzarsi della crisi sul debito spagnolo e italiano, il SMP contribuì all'abbassamento dei rendimenti che, insieme alla redistribuzione degli utili conseguiti sui titoli operata dalla BCE per statuto, alleggerirono i deficit pubblici dei paesi coinvolti. Nel Novembre 2011 la BCE, in seguito al cambio di presidenza in favore del già Governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, annunciò un secondo piano di acquisto di obbligazioni garantite, CBPP2, con l'obiettivo di acquistarne per €40 miliardi nel mercato primario e secondario. Anche in questo caso lo scopo del programma fu di migliorare le condizioni di rifinanziamento per le banche e di incoraggiarle ad aumentare l'erogazione del credito alla clientela. La durata fu annuale e terminò il 31 Ottobre 2012 dopo un deciso rallentamento degli acquisti annunciato già nell'Aprile dello stesso anno a causa dell'aumento della domanda degli investitori e della diminuzione dell'emissione di covered bond da parte delle

⁶⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-02-22/italiani-meta-bond-acquistati-063710.shtml?uuid=AbN6k3WH>

banche. Il valore nominale finale ammontò a €16,4 miliardi e la BCE decise anche in questo caso di detenere i titoli fino a scadenza (ad Aprile 2015 le attività rimanenti relative a CBPP2 ammontavano a circa €11,4 miliardi).

La situazione del mercato monetario europeo e dei prestiti bancari alla fine del 2011 era ancora difficile e la BCE decise di intervenire, annunciando nel Dicembre 2011 due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) con scadenza speciale a 36 mesi divise in due tranches, una a Dicembre 2011 e una a Marzo 2012. La prima erogò €489 miliardi a 523 banche dell'Eurozona, mentre la seconda €530 miliardi a 800 banche. Nel frattempo ridusse il coefficiente sulle riserve obbligatorie dal 2% all'1% e aumentò la disponibilità di collaterale riducendo il rating minimo per alcune tipologie di *Asset-Backed Securities*⁶⁹ (ABS) e accettando temporaneamente alcuni prestiti bancari che soddisfavano determinate caratteristiche di idoneità. Nel Luglio 2012 la BCE annunciò un taglio dei tassi di 25 punti base che nel corso del 2011 erano stati leggermente rialzati (nel Luglio 2011 il tasso sulla DF era allo 0,75%, quello sulle MROs all'1,50% e quello sulla MLF al 2,25%) e che toccarono nuovi record minimi: il tasso sulle MROs scese sotto la soglia dell'1% assestandosi allo 0,75%, quello sulla MLF venne impostato all'1,50% e quello sulla DF al significativo 0%, ovvero le banche non sarebbero state più remunerate per le riserve in eccesso detenute presso la Banca Centrale. Nel corso del 2012 la BCE fu impegnata anche sul fronte degli aiuti finanziari internazionali nei confronti delle nazioni colpite dalla crisi del debito e valutò e monitorò gli impegni presi dai paesi come Grecia, Portogallo, Spagna, Irlanda e Cipro nella riforma dei rispettivi assetti fiscali per limitare deficit pubblici eccessivi. La recessione che coinvolse questi paesi, compresa l'Italia, mise a dura prova la tenuta dell'Eurozona e si fecero sempre più intense le pressioni sulla BCE per l'adozione di misure più drastiche ed espansive per stimolare l'economia. Nell'estate del 2012 il Presidente della BCE tenne un discorso nel quale pronunciò parole forti a sostegno dell'Eurozona e dell'operato della banca. Nel Luglio 2012 il differenziale (*spread*) di rendimento tra i BTP (Buoni del Tesoro Poliennali, certificati di debito emessi dal governo italiano) a 10 anni e i corrispondenti titoli tedeschi era salito

⁶⁹ Le *Asset-Backed Securities* "sono strumenti obbligazionari cartolarizzati garantiti dagli asset dell'ente che li emette. Banche o imprese creano società «special purpose vehicle» (Spv) cui conferiscono per esempio prestiti o mutui. Le Spv emettono obbligazioni usando a garanzia proprio i crediti così conferiti." - <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/abs.html>

ad oltre 500 punti base, con i titoli italiani che assegnavano un rendimento del 6,50%⁷⁰ e la stessa situazione si manifestava sui titoli spagnoli. La BCE prese una forte posizione contro chi speculava sul fallimento di alcuni stati dell'Eurozona e sull'insolvibilità del loro debito e il suo Presidente, Mario Draghi promise che la banca avrebbe fatto qualsiasi cosa per salvare l'euro e che ciò sarebbe stato sufficiente (" *The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*"⁷¹ – Discorso di Mario Draghi presso la Global Investment Conference a Londra, Luglio 2012). La determinatezza del Presidente mutò le decisioni degli operatori, convinti da quella credibilità che risulta fondamentale per qualsiasi decisione di politica monetaria da parte di una Banca Centrale, e gli spread tornarono a livelli sostenibili. Il 6 Settembre 2012 la promessa di Mario Draghi trovò una formalizzazione nell'annuncio della BCE che pose fine al SMP e descrisse le caratteristiche tecniche delle *Outright Monetary Transactions* (OMTs). Si trattava di un programma di acquisti di obbligazioni pubbliche senza limiti quantitativi prestabiliti sui mercati secondari al fine di tutelare l'appropriato funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria, danneggiato dalle tensioni sui mercati del debito sovrano. Gli acquisti sarebbero stati indirizzati verso titoli con breve scadenza, da 1 a 3 anni, e vi sarebbero potuti accedere gli stati in difficoltà economico-finanziaria che avessero preventivamente richiesto aiuto allo *European Stability Mechanism* (ESM) o allo *European Financial Stability Facility* (EFSF), due istituti creati dall'Unione Europa per la salvaguardia della stabilità finanziaria. Gli stessi stati avrebbero dovuto impegnarsi a rispettare i programmi di riforme concordati con le suddette autorità e con l'aiuto del Fondo Monetario Internazionale (FMI), autorità sovranazionale intervenuta nel salvataggio degli stati coinvolti dalla crisi dei debiti. Anche in questo caso la liquidità immessa nel mercato tramite queste transazioni sarebbe stata sterilizzata da operazioni di assorbimento di pari valore, ma la particolarità era che l'Eurosistema si sarebbe impegnato a ricevere lo stesso trattamento applicato agli altri creditori privati, rinunciando quindi a priorità nel rimborso delle obbligazioni. L'annuncio dei dettagli del programma non ricevette però seguito operativo per la forte opposizione soprattutto della *Bundesbank*, la Banca Centrale tedesca

⁷⁰ <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2014-07-27/whatever-it-takes-due-anni--092310.shtml?uuid=AB2r7neB>

⁷¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

secondo la quale queste operazioni avrebbero superato i limiti del mandato della BCE e avrebbero costituito una violazione del divieto di finanziamento monetario del debito previsto dall'art.123 del TFUE. La *ratio* dell'opposizione tedesca, guidata dal Governatore della Bundesbank Jens Weidmann, poggiava sull'assunto che l'acquisto potenzialmente illimitato di titoli di Stato, anche se solamente nel mercato secondario, sarebbe stato un aggiramento del divieto imposto dall'art.123 del TFUE, ossia del divieto di acquisto diretto dei titoli da parte della BCE, e che tale programma avrebbe spinto i governi ad emissioni incontrollate e a deviare dal cammino intrapreso verso le riforme per una maggiore austerità fiscale. La contestazione trovò sfogo nel ricorso da parte di 35.000 cittadini tedeschi alla Corte Costituzionale tedesca per ottenere un giudizio di legittimità sulle OMTs in base alla Costituzione tedesca e ai trattati europei⁷². Dopo mesi di attesa e rinvii la decisione arrivò il 7 Febbraio 2014 affermando che il piano violava i limiti imposti dal mandato della BCE ma la Corte non pronunciò una sentenza contraria e rinviò alla Corte di Giustizia dell'Unione Europa il giudizio finale⁷³. Il 14 Gennaio 2015 quest'ultima, tramite l'avvocato generale Cruz Villalón, si pronunciò a favore delle OMTs non rilevando in linea di principio delle incongruenze con la legislazione europea e pose le basi legislative per l'implementazione di un piano di Quantitative Easing da parte della BCE⁷⁴. Nonostante non siano state mai utilizzate, a partire dall'annuncio, le OMTs determinarono un abbassamento degli spread sui titoli di Stato dei paesi in difficoltà e un miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari.

Nel 2013 la BCE tagliò i tassi due volte, lasciando invariato allo 0% quello sulla DF e riducendo fino allo 0,25% quello sulle MROs e fino allo 0,75% quello sulla MLF. Il 4 Luglio dello stesso anno, come ricordato nel capitolo precedente, la banca introdusse la Forward Guidance per indicare al mercato la politica sui tassi di interesse che avrebbe perseguito in futuro. In attesa del pronunciamento della Corte Costituzionale tedesca, nel 2013 la BCE non prese ulteriori provvedimenti di politica monetaria non convenzionale grazie anche ad una situazione dei mercati obbligazionari in miglioramento, alla discesa dello spread BTP-Bund⁷⁵ intorno ai 200 punti base, e al

⁷² <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-06-12/limiti-karlsruhe-scenari-possibili-063829.shtml?uuid=AbZliE4H>

⁷³ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-02-07/i-giudici-tedeschi-piano-draghi-va-oltre-mandato-bce-e-annunciano-ricorso-corte-giustizia-europea-094006.shtml?uuid=ABHX32u>

⁷⁴ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-14/via-libera-corte-giustizia-ue-piano-anti-criasi-bce-101755.shtml?uuid=ABSsugdC>

⁷⁵ Abbreviazione di *Bundesanleihe*, i titoli obbligazionari emessi dal governo federale tedesco utilizzati come benchmark

proseguimento nel rispetto delle scadenze dei programmi di risanamento concordati tra le autorità internazionali (Commissione Europea, BCE e FMI, che con un termine unico vennero chiamati “Troika”) e Irlanda, Spagna, Portogallo, Cipro e Grecia (per quest’ultimo paese la BCE manifestò, nonostante i progressi compiuti, la presenza di alcune problematiche rimaste irrisolte).

Nel 2014 aumentarono le pressioni sulla BCE affinché iniziasse un vero e proprio programma di Quantitative Easing poiché la crescita del PIL nell’area dell’euro era molto bassa, incidendo negativamente sull’inflazione, e poiché arrivavano i segnali positivi dello stesso tipo di programma implementato negli Stati Uniti, in Giappone e nel Regno Unito⁷⁶. Tuttavia, l’assetto dell’Eurozona, composto da 19 paesi emittenti 19 diversi bond (non esisteva un’obbligazione unica, uno “*European Bond*”, corrispettivo teorico, ad esempio, dei *gilt* britannici), con differenti sistemi economici, fiscali e finanziari, complicava notevolmente la situazione. Sarebbe stato dunque necessario elaborare prima un criterio per decidere quali titoli nazionali acquistare e in quale quantità. Inoltre, alcuni commentatori dubitavano dell’efficacia di un tale programma sulle economie europee, troppo dipendenti dal canale di trasmissione bancario, mentre in sistemi finanziari più sviluppati come quello inglese o statunitense il credito non è attività esclusiva delle banche e l’abbassamento dei rendimenti sui titoli di Stato provocato dagli acquisti della BC coinvolge più direttamente il costo del finanziamento delle imprese e delle famiglie⁷⁷. Altra caratteristica importante è la fiducia reciproca che Banca Centrale e governo devono avere quando si intraprende un’azione di QE e il Giappone ne è un esempio lampante. Come già descritto nel capitolo precedente, il terzo programma di QE in Giappone prevede ingenti acquisti di titoli di Stato (“La Banca del Giappone detiene già titoli di Stato del valore del 40% del PIL, si è impegnata a ulteriori acquisti annuali del valore del 16% del PIL”⁷⁸ – *IlSole24Ore*, Gennaio 2015) ed espansione significativa del bilancio della BOJ. Il mercato dei JGB è nelle mani della Banca Centrale che però a sua volta dipende dall’operato del governo del primo ministro Shinzo Abe, impegnato nelle riforme fiscali per migliorare la sostenibilità del deficit e del debito nipponici. In caso di fallimento del governo, la BOJ si ritroverebbe con un’enorme mole di titoli pubblici svalutati e incapperebbe in

⁷⁶ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2014-08-23/quando-qe-funziona-081233.shtml?rlabs=1>

⁷⁷ <http://www.ilsole24ore.com/art//2014-06-10/il-credit-easing-che-piace-mercati-063641.shtml?uuid=ABdMYcPB>

⁷⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-02/i-motivi-che-spingono-bce-programma-qe-071350.shtml?uuid=ABvn5xXC&p=2>

pesanti perdite. La BCE invece mancava della fiducia necessaria poiché si trovava come interlocutori 19 governi differenti e, nonostante siano in atto da anni dei programmi di armonizzazione fiscale, ognuno di essi aveva un'autonoma politica fiscale. Ultimo, ma non per importanza, la decisione di Febbraio della Corte tedesca di rimandare il giudizio alla Corte europea procrastinò di un anno la certezza che i programmi non convenzionali ipotizzati dalla BCE rientrassero nei termini legali dei trattati europei. Ad ogni modo, vi è differenza tra le OMTs e un programma di QE, innanzitutto per la previsione nel secondo di limiti quantitativi ma anche, e soprattutto, per la presenza nel QE di acquisti generalizzati e non concentrati sui titoli di un determinato paese in difficoltà che potrebbero costituire la fattispecie di una violazione dell'art.123 del TFUE. Nel frattempo la banca operò su altri canali, annunciando decisioni particolarmente significative nel Giugno 2014 quando rivelò un nuovo tipo di operazioni di rifinanziamento, le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTROs), mirate a migliorare l'erogazione del credito bancario al settore privato non finanziario dell'Eurozona⁷⁹. Si tratta di 8 operazioni, le prime due programmate per Settembre e Dicembre 2014 e le successive a partire da Marzo 2015 a distanza di tre mesi ciascuna. La particolarità di queste transazioni mirate è che le banche possono richiedere finanziamenti solo in relazione alla quantità dei prestiti erogati alle famiglie, escludendo i mutui residenziali, e alle imprese non finanziarie. Nel dettaglio, per le prime due operazioni gli istituti di credito hanno potuto richiedere nel complesso fino al 7% del totale del credito eleggibile concesso fino al 30 Aprile 2014, mentre per le successive sei operazioni potranno richiedere complessivamente fino a 3 volte il credito eleggibile concesso nell'anno precedente alla TLTRO relativa. Il tasso di interesse è quello applicato sulle MROs più uno spread di 10 punti base che però è stato rimosso nel Gennaio 2015 e dunque presente solo nelle prime due operazioni⁸⁰. Il rimborso è previsto per tutte le operazioni nel Settembre 2018, con l'opzione per le banche di anticiparlo passati 2 anni dall'operazione, e con l'obbligo di anticiparlo al Settembre 2016 in caso di riduzione da parte della banca dei prestiti eleggibili al di sotto di un *benchmark* definito dalla BCE per ogni banca. Per la prima volta entra dunque in azione un vincolo di utilizzo della liquidità che può essere ottenuta (tra l'altro ad un costo molto basso poiché da Settembre 2014 il tasso sulle MROs si

⁷⁹ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html

⁸⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_2.en.html

attesta allo 0,05%) solo se la banca eroga credito all'economia reale, ovvero alle famiglie e alle imprese non finanziarie. La prima asta, nel Settembre 2014, ha erogato €82,6 miliardi a 255 gruppi di banche, di cui €23 miliardi a banche italiane, ad un tasso dello 0,15%. La seconda, nel Dicembre dello stesso anno, ha rialzato le aspettative con €129,8 miliardi erogati e la terza, nel Marzo 2015, si è assestata a €97,8 miliardi con un tasso allo 0,05%⁸¹. In occasione dell'annuncio delle TLTROs, nel Giugno 2014, la BCE ha rivelato anche l'esistenza di lavori preparatori in corso per un programma di acquisto a titolo definitivo di ABS. Poco dopo, l'11 Giugno, la banca ha tagliato i tassi portando, come descritto nel capitolo precedente, quello sulla DF in territorio negativo, al -0,10%. Il minimo storico però è stato aggiornato nuovamente il 10 Settembre 2014 (fino al Maggio 2015 i tassi non saranno più modificati), con il tasso sulla DF che è arrivato al -0,20%, quello sulle MROs allo 0,05% e quello sulla MLF allo 0,30%. Il 2 Ottobre 2014 ha visto la luce il piano precedentemente annunciato di acquisti di ABS (*Asset-Backed Securities Purchase Programme* – ABSPP) e un'ulteriore novità riguardante un terzo piano di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3)⁸². Il primo è partito il 21 Novembre con una durata prevista di almeno 2 anni ma con dimensioni alquanto ridotte, con acquisti che procedono a ritmo di circa €1 miliardo al mese (al 1 Maggio 2015 gli ABS nel bilancio della banca erano pari a €5,758 miliardi⁸³). Il secondo programma invece è partito il 20 Ottobre con una durata prevista di almeno 2 anni ed è mirato all'acquisto di covered bond ad un ritmo di oltre €10 miliardi al mese (al 1 Maggio 2015 i cover bond nel bilancio della banca erano pari a €75,070 miliardi). CBPP3, ABSPP e le 8 TLTROs costituiscono insieme una politica molto espansiva da parte della banca, il cui bilancio aumenterà notevolmente. Tuttavia, gli acquisti di covered bond e ABS si concentrano su determinati settori del mercato finanziario e non hanno le dimensioni necessarie per incidere notevolmente al ribasso sui tassi di interesse di breve e lungo termine, così come solo un acquisto massiccio di titoli di Stato (l'unico mercato grande abbastanza) in un programma di Quantitative Easing degno di questo nome permette.

⁸¹ <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-19/bce-terzo-round-prestiti-banche-supera-attese-italiane-prima-fila-122710.shtml?uud=ABWk9pBD>

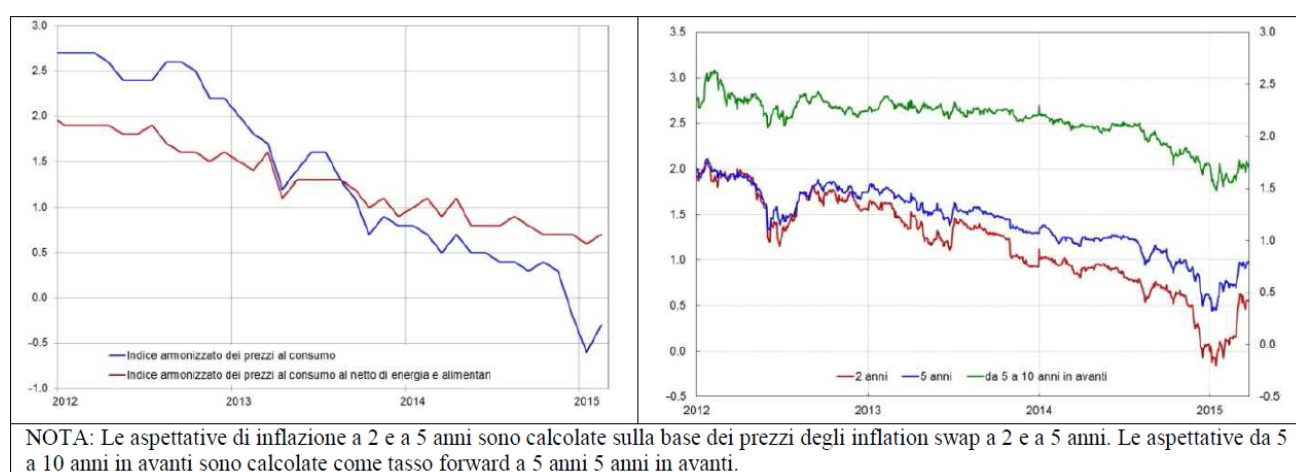
⁸² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html

⁸³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

IMPLEMENTAZIONE DEL QUANTITATIVE EASING

L'obiettivo statutario della BCE di un valore del tasso di inflazione prossimo al 2% rischiava di essere nuovamente mancato. Nel 2014 l'inflazione dell'Eurozona era stata pari allo 0,4% e in alcuni paesi era stata addirittura negativa, come in Grecia (-1,4%), in Spagna (-0,2%), a Cipro (-0,3%), in Portogallo (-0,2%) e in Slovacchia (-0,1%)⁸⁴. All'inizio del 2015 il prezzo del petrolio era dimezzato rispetto all'estate del 2014 e il forte deprezzamento di questa importante fonte energetica spingeva i prezzi e le aspettative di inflazione ulteriormente al ribasso (Figura 11).

Figura 11: Inflazione e Aspettative di inflazione nell'area euro



Fonte: Cova e Ferrero (2015)

L'attività economica dell'Eurozona perdeva slancio, i tassi ufficiali della BCE erano al limite inferiore e già tre importanti programmi espansivi erano stati lanciati (TLTROs, CBPP3, ABSPP): il Quantitative Easing sembrava l'ultima speranza per la BCE di riuscire a centrare il suo obiettivo. Il 14 Gennaio 2015 è arrivato il parere favorevole della Corte europea e il 22 Gennaio si è riunito il Consiglio Direttivo della BCE per valutare l'impatto delle politiche monetarie adottate nei mesi precedenti. Gli operatori nei mercati finanziari sembravano aver già scommesso a favore dell'adozione del QE da parte della banca poiché, a partire dall'estate precedente quando le voci si facevano sempre più insistenti, i tassi sui titoli pubblici e il tasso di cambio dell'euro avevano iniziato a diminuire⁸⁵. La previsione si è rivelata

⁸⁴ <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00118&language=en>

⁸⁵ <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-02/i-motivi-che-spingono-bce-programma-qe-071350.shtml?uuiid=ABvn5xXC>

esatta poiché la banca ha annunciato, il 22 Gennaio 2015, un'ulteriore programma di acquisto di attività finanziarie, questa volta titoli di Stato, e questa volta di grande entità, denominato *Public Sector Purchase Programme* (PSPP). La BCE ha riunificato sotto la denominazione *Expanded Asset Purchase Programme* (APP) l'insieme dei tre programmi di acquisti a titolo definitivo, CBPP3, ABSPP e PSPP. E' il Quantitative Easing della BCE, iniziato il 9 Marzo 2015 con qualche anno di ritardo rispetto ai programmi della Fed, BOJ e BOE per rispondere alle conseguenze della crisi finanziaria, di cui l'economia europea era ancora affetta. Nonostante i programmi avviati a partire dall'estate 2014 "abbiano contribuito a ridurre significativamente i costi di indebitamento del settore privato, e in particolare i tassi attivi praticati dalle banche alle imprese, l'ammontare complessivo di liquidità immessa nel circuito economico è stato inferiore alle attese iniziali e non ha dato luogo a una sufficiente espansione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema"⁸⁶ (Banca d'Italia, Marzo 2015). Per questo motivo la banca, spinta dal suo mandato di mantenere nel medio periodo un tasso di inflazione prossimo al 2%, ha deciso di espandere ulteriormente e notevolmente la magnitudine dei propri acquisti arrivando a comprare complessivamente €60 miliardi al mese di titoli privati e pubblici⁸⁷, di cui PSPP costituisce la componente più importante. Questo programma, per la sua entità è l'unico dei tre che compongono APP che potrebbe dare un significativa attivazione dei canali di trasmissione del Quantitative Easing che verranno ampiamente descritti nella successiva sezione. PSPP prevede circa €47 miliardi di acquisti mensili di titoli pubblici dei vari paesi dell'Eurozona, ad inclusione delle obbligazioni di varie istituzioni europee (*Council of Europe Development Bank, European Atomic Energy Community, European Financial Stability Facility, European Stability Mechanism, European Investment Bank, European Union, Nordic Investment Bank*) e agenzie situate nell'area dell'euro tra le quali annoveriamo l'italiana Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.⁸⁸⁸⁹. Il 12% del totale degli acquisti sarà riservato ai titoli delle istituzioni europee sopra elencate e il restante 88% ai titoli di Stato e ai bond delle agenzie. La distribuzione degli acquisti tra i vari paesi dell'Eurozona rispetterà invece le percentuali del capitale della BCE detenuto dalle Banche Centrali Nazionali, la

⁸⁶ https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_programma_acquisto_titoli_Eurosistema.pdf

⁸⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html

⁸⁸ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

⁸⁹ <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/pspp.en.html>

capital key (ricalcolata escludendo le quote delle BCN dei paesi non appartenenti all'Eurozona), che per la Banca d'Italia è circa 17,5%. Le Banche Centrali Nazionali effettueranno gli acquisti per la maggior parte in prima persona (l'8% è riservato alla BCE) nei mercati secondari nazionali, al fine di non violare il divieto di finanziamento monetario. Godranno poi di un minimo di discrezione nel decidere mensilmente la quota da ripartire tra gli acquisti di titoli di Stato e le obbligazioni delle agenzie nazionali, quest'ultima fortemente minoritaria. Il mercato secondario dei titoli di Stato è l'unico per dimensioni nell'Eurozona in grado di permettere la significativa espansione dalla base monetaria che la BCE prospetta e l'unico che gode della liquidità necessaria per evitare un'eccessiva distorsione nel meccanismo di formazione dei prezzi a causa dell'intervento della Banca Centrale⁹⁰. A rafforzarne funzionalità e liquidità è previsto anche che le BCN mettano a disposizione per un prestito i titoli acquistati nel programma PSPP, e che in caso di scarsità di un determinato tipo di obbligazione siano predisposti acquisti sostitutivi. Le controparti degli acquisti, che potranno reinvestire la liquidità in altre attività o nell'erogazione di prestiti, saranno gli istituti di credito abilitati alla partecipazione nelle operazioni di politica monetaria e negli investimenti di portafoglio in attività finanziarie denominate in euro. Sono previsti 19 mesi di acquisti, da Marzo 2015 a Settembre 2016, al ritmo di €60 miliardi⁹¹, per complessivi €1.140 miliardi, ma il Consiglio ad ogni modo si è riservato la facoltà di prolungare il programma finché non avrà notato un rientro del tasso di inflazione in prossimità dell'obiettivo. La Banca d'Italia ha previsto un ampliamento del proprio bilancio di circa il 30% rispetto a Dicembre 2014 in seguito ad acquisti di circa €130 miliardi di titoli italiani, che, sommati a quelli che comprerà direttamente la BCE, totalizzeranno circa €150 miliardi. All'interno del programma PSPP verranno acquistate obbligazioni, comprese quelle indicizzate all'inflazione o con cedola variabile, con vita residua tra i 2 e i 30 anni, che rispetteranno i requisiti minimi di rating per essere accettate come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento. Come riassumono Cova e Ferrero (Aprile 2015), "il requisito minimo per i titoli di Stato è stato fissato al livello 3 della scala di rating armonizzata dell'Eurosistema, che corrisponde a un rating di lungo termine «BBB-» attribuito da Fitch o Standard& Poor's, «Baa3» attribuito da Moody's o «BBB» secondo DBRS. Il criterio è più stringente per i titoli

⁹⁰ https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_programma_acquisto_titoli_Eurosistema.pdf

⁹¹ Compresi CBPP3 e ABSPP

garantiti da attività (tra i quali gli ABS), per i quali il requisito minimo corrisponde alla «tripla A» all'emissione⁹². Un'altra clausola importante è il rispetto di limiti quantitativi per i quali non potranno essere acquistati titoli per un valore superiore al 25% della singola emissione e del 33% del debito totale emesso, dal governo, dall'agenzia o dall'istituzione europea. La presenza di tali limiti serve a contenere gli effetti distorsivi sui mercati per quanto riguarda la formazione dei prezzi e per non inficiare all'esercizio eventuale delle clausole di azione collettiva (*Collective Action Clauses* – CACs – Dal 1° Gennaio 2013 sono diventate obbligatorie per tutte le emissioni di titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona con scadenza superiore all'anno) che permettono, verificata una maggioranza qualificata, di ristrutturare il debito della controparte. Inoltre, la BCE ammette in linea di principio l'acquisto di obbligazioni con rendimento negativo a patto che questo sia al di sopra del tasso sulla Deposit Facility, che al Maggio 2015 era pari a -0,20%. Secondo le regole contabili dell'Eurosistema, tutti i titoli acquistati e detenuti saranno contabilizzati al costo ammortizzato al netto di deterioramenti di valore dovuti a *impairment*, e non subiranno dunque variazioni di valore in base all'andamento dei prezzi di mercato. Il rischio di ipotetiche perdite (la BCE, come per le OMTs, rinuncia a qualsiasi trattamento privilegiato nel rimborso dei titoli) è ripartito (*loss sharing*) in base alla *capital key* ma solamente per il 20% del totale degli acquisti, ovvero l'8% degli acquisti diretti della BCE più il 12% degli acquisti di obbligazioni di istituzioni europee, mentre il restante 80% sarà a carico delle BCN, al fine evitare un azzardo morale (*moral hazard*) da parte dei governi, caratterizzato da comportamenti fiscali troppo lassisti.

Il bilancio consolidato della BCE al 31 Dicembre 2014 era pari a €2.208 miliardi, con €217 miliardi di titoli detenuti con finalità di politica monetaria, di cui €149 miliardi facenti parte del SMP, €31,3 miliardi dei già avviati CBPP3 e ABSPP e circa €40 miliardi per CBPP e CBPP2⁹³. L'aumento previsto di €1.140 miliardi per il Quantitative Easing, al netto di altre operazioni, porterà il bilancio della banca a €3.348 miliardi, circa un terzo del PIL dell'Eurozona. Nel primo giorno di acquisti, il 9 Marzo 2015, la banca ha acquistato €3,2 miliardi di titoli⁹⁴ e nei primi due mesi del programma, Marzo

⁹² Cova e Ferrero (2015)

⁹³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2015/html/fs150107.en.html>

⁹⁴ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html

e Aprile 2015, la BCE ha centrato il target dei €60 miliardi di acquisti tra titoli pubblici (€47 miliardi), ABS (€1 miliardo) e covered bond (€11 miliardi). Le seguenti due figure mostrano un'analisi dettagliata degli acquisti di titoli pubblici nel programma PSPP.

Figura 12: Composizione e scadenza media ponderata delle attività detenute per il PSPP al 31 Marzo 2015

as at 31 March 2015	Holdings (book value at amortised cost in eur mil.)	Weighted average remaining maturity in years
Austria	1,215	7.79
Belgium	1,527	8.80
Germany	11,063	8.12
Spain	5,444	11.66
Finland	774	7.26
France	8,752	8.22
Ireland	721	9.43
Italy	7,604	9.07
Lithuania	39	6.46
Luxembourg	183	7.01
Latvia	75	6.43
Malta	5	10.37
The Netherlands	2,486	6.71
Portugal	1,073	10.96
Slovenia	209	6.33
Slovakia	506	9.49
Supranationals	5,680	7.26
Total	47,356	8.56

Fonte: Banca Centrale Europea

Come si può notare, sono stati acquistati titoli di 16 paesi dell'Eurozona, ad esclusione della Grecia e di Cipro che non parteciperanno al QE finché non rispetteranno i termini dei loro programmi di salvataggio ancora in corso con le autorità internazionali, e dell'Estonia la quale non ha emissioni di bond attive⁹⁵. Le scadenze medie detenute riflettono il principio di neutralità al mercato in base al quale la BCE si impegna ad effettuare gli acquisti distortendo il meno possibile il funzionamento dello stesso, in questo caso acquistando i titoli in base alla scadenza media del debito in essere per un determinato paese.

⁹⁵ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-16/ecb-may-extend-qe-to-state-corporation-debt-hansson-says>

Figura 13: Composizione e scadenza media ponderata delle attività detenute per il PSPP al 30 Aprile 2015

as at 30 April 2015	Holdings	Weighted average remaining maturity in years
Austria	2,419	7.99
Belgium	3,056	9.10
Germany	22,211	7.90
Spain	10,914	9.73
Finland	1,559	7.15
France	17,376	7.84
Ireland	1,455	9.14
Italy	15,189	8.41
Lithuania	122	5.22
Luxembourg	388	6.88
Latvia	252	5.93
Malta	58	8.47
The Netherlands	5,014	6.97
Portugal	2,157	10.77
Slovenia	428	7.92
Slovakia	1,028	9.26
Supranationals	11,427	8.05
Total	95,056	8.25

Fonte: Banca Centrale Europea

Al 30 Aprile 2015 le attività detenute per il PSPP erano €95,056 miliardi di cui €11,427 (12%) obbligazioni di istituzioni europee (indicate come “*Supranationals*” in Figura 13). In totale le attività detenute per l’implementazione di APP erano pari a €170,911 miliardi, compresi €75,070 miliardi per CBPP3 e €5,785 miliardi per ABSPP (Figura 14).

Figura 14: Composizione all’interno dei vari programmi delle attività detenute per i primi due mesi di APP

	ABSPP	CBPP3	PSPP	APP
March 2015	4,624	63,606	47,356	
April 2015	5,785	75,070	95,056	
Change from previous month	1,162	11,464	47,700	60,326

Fonte: Banca Centrale Europea

Da un confronto quantitativo diretto sulle grandezze dei rispettivi programmi emergono interessanti valutazioni. Secondo le stime di Fawley e Neely (2013)⁹⁶, i tre programmi di Quantitative Easing della

⁹⁶ Gli autori utilizzano i dati sul PIL relativo al 2008 e il tasso di cambio medio tra Gennaio 2009 e Novembre 2012

Fed hanno avuto una dimensione totale di \$3.152 miliardi, ovvero il 22,1% del PIL statunitense; il QE della BOE invece ha portato a termine acquisti per £379 miliardi (\$596 miliardi), il 26,3% del PIL britannico; i programmi non convenzionali della BOJ, invece, sono stati di dimensione ben più ampia: gli autori riportano i dati aggiornati al termine del 2012 quando tutti i programmi della Fed e della BOE erano stati annunciati, mentre il terzo programma di Quantitative Easing della BOJ, quello di magnitudine più elevata, non era ancora effettivo. Il dato a Dicembre 2012 mostra acquisti della BOJ per ¥186.930 miliardi (\$2.193 miliardi), pari al 37,3% del PIL nipponico, ma considerando il “*Quantitative and Qualitative Monetary Easing*” quest’ultima cifra potrebbe potenzialmente raddoppiare. Il programma APP della BCE prevede acquisti per €1.140 miliardi (\$1.539 miliardi⁹⁷), ovvero l’11,9% del PIL 2013 dell’Eurozona⁹⁸. Quest’ultimo è dunque il programma minore rispetto agli altri in rapporto alla grandezza dell’economia di riferimento e questo presupposto quantitativo potrebbe avere come conseguenza una limitazione sulla sua efficacia.

⁹⁷ Per rendere significativo il confronto con gli altri dati si è utilizzato il tasso di cambio con lo stesso orizzonte temporale. Per lo stesso motivo si è utilizzato un PIL dell’Eurozona aggiornato alla data del programma APP

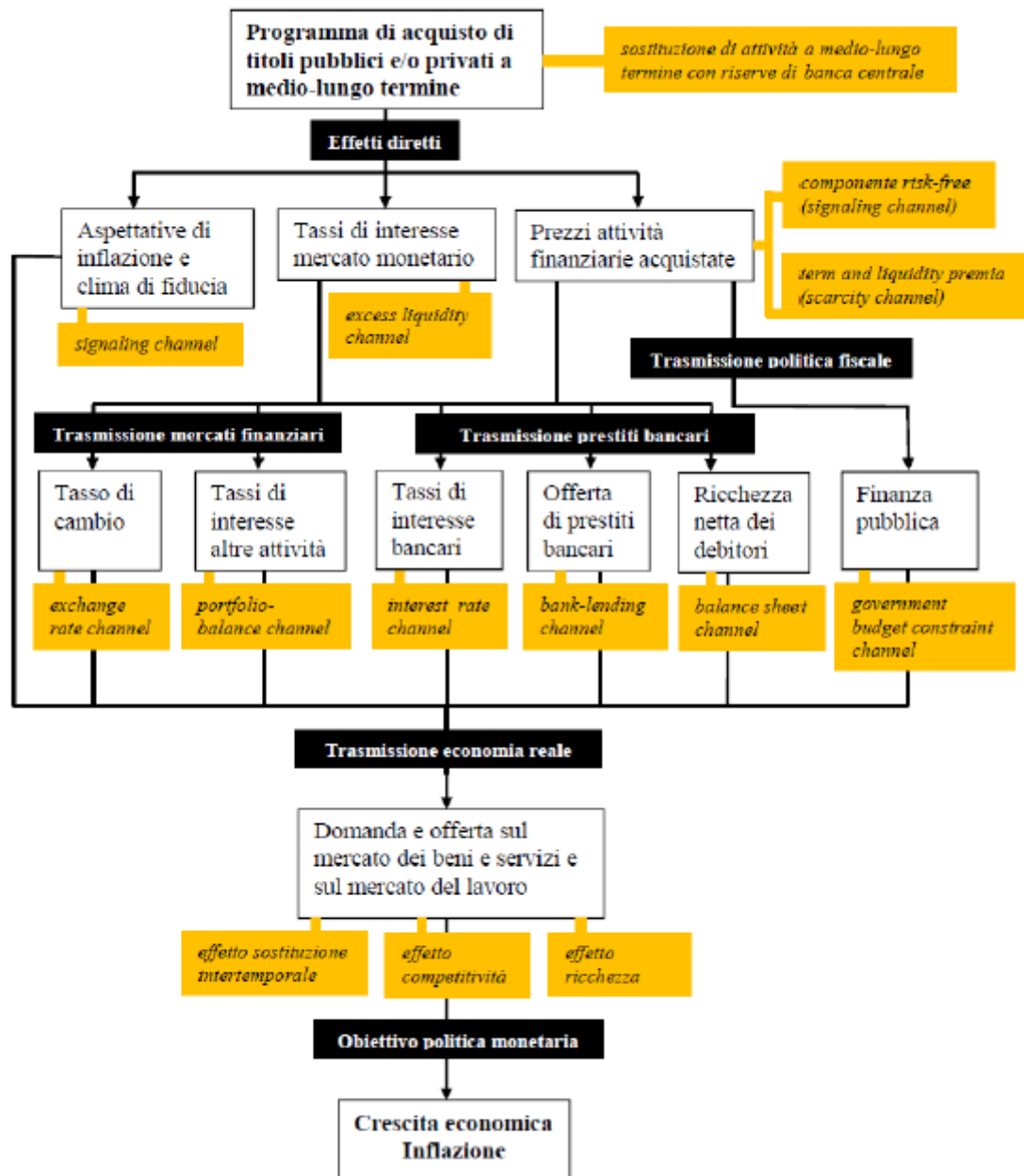
⁹⁸ http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:GDP_at_current_market_prices,_2002%E2%80%9303_and_2011%E2%80%9313_YB14.png

GLI EFFETTI ATTESI DEL QUANTITATIVE EASING

Nella prima sezione si è descritto lo strumento del Quantitative Easing all'interno del contesto delle politiche monetarie convenzionali e non. In seguito è stata presentata una disamina sulle tre principali esperienze di QE, che hanno coinvolto la Bank of Japan, la Fed e la Bank of England. Nella sezione precedente si è definito il background economico e politico che ha portato la BCE ad implementare il suo programma di QE, le cui caratteristiche sono state esaminate nel dettaglio. In questa ultima parte verranno analizzati gli effetti sull'economia italiana ed europea che tale politica sta avendo e potrebbe avere in futuro. Nel farlo, si conserverà la distinzione prevalente in letteratura tra gli effetti sulle variabili finanziarie, osservabili anche nel breve periodo, e quelli sulle variabili macroeconomiche o reali, che tendenzialmente si mostrano nel medio-lungo periodo e che in una fase iniziale necessitano dunque di stime e previsioni.

Gli effetti di una politica monetaria si manifestano nell'economia tramite il meccanismo di trasmissione monetaria e i due principali canali di propagazione di una politica non convenzionale come il Quantitative Easing sono il "*signalling channel*" e il "*portfolio rebalancing channel*". L'elenco completo delle modalità di diffusione di questo tipo di programma è sintetizzato in Figura 15.

Figura 15: Meccanismo di trasmissione del QE



Fonte: Cova e Ferrero (2015)

In un programma di Quantitative Easing la Banca Centrale si impegna ad acquistare per un ampio orizzonte temporale (19 mesi, per quanto riguarda quello della BCE) grandi quantità di titoli pubblici e privati con scadenze medio-lunghe. Di conseguenza, per gli istituti di credito controparti in queste operazioni l'effetto immediato è una sostituzione di attività finanziarie, meno liquide e con un contenuto rischio di credito, con riserve di Banca Centrale, attività molto liquide e *risk-free*. Invece, per la Banca Centrale il QE determina un'espansione del proprio bilancio, dal lato dell'attivo con un

aumento dei titoli detenuti, e dal lato del passivo con un aumento delle riserve. Come mostrato dalla Figura 15, gli effetti diretti sono principalmente tre: un miglioramento della fiducia e delle aspettative di inflazione, un abbassamento dei tassi di interesse nel mercato monetario, e un aumento dei prezzi delle attività finanziarie acquistate. La motivazione principale per l'implementazione del programma APP da parte della BCE è il tasso d'inflazione troppo distante dall'obiettivo del 2%. L'annuncio di un programma di tali dimensioni mostra un forte impegno da parte dell'istituto centrale per riportarlo in prossimità del target. Più il piano risulta credibile e incisivo agli operatori, più essi saranno propensi a muovere le proprie aspettative di inflazione in linea con quanto dichiarato dalla Banca Centrale (*signalling channel*). Le aspettative di inflazione influenzano le scelte d'investimento degli operatori e delle imprese e, apprezzando meglio gli scenari economici futuri, questi possono agire con più fiducia (*confidence channel*). Un secondo effetto diretto è l'abbassamento dei tassi di interesse a breve termine presenti nel mercato monetario a causa di un aumento della liquidità immessa nel mercato (*excess liquidity channel*). In un regime di corridoio dei tassi ufficiali come quello operato dalla BCE, i tassi di interesse del mercato monetario oscillano tra un livello massimo definito dal tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale da parte della Banca Centrale (il tasso sulla Marginal Lending Facility della BCE) e un livello minimo quale il tasso sui depositi delle riserve in eccesso presso la BC (il tasso sulla Deposit Facility della BCE). In condizioni normali, nelle quali non vi è né eccesso né deficit di liquidità, i tassi del mercato monetario tendono verso il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (il tasso sulle MROs della BCE). In caso di eccesso di liquidità, come in un contesto di QE, i tassi del mercato monetario tendono ad abbassarsi verso il limite inferiore. Il risultato finale però dipende dalla situazione preesistente poiché se nel mercato vi è già presente liquidità in eccesso e i tassi sono vicini al limite inferiore, l'effetto sarà molto limitato. Il terzo effetto diretto è un aumento del valore degli strumenti finanziari acquistati dalla BC. Notoriamente, il rendimento di un titolo dipende dalla componente priva di rischio (*risk-free*) e dal premio per il rischio (*risk premium*), quest'ultimo scomponibile nel premio per la scadenza o premio a termine (*term premium*), nel premio per la liquidità (*liquidity premium*) e nel premio per il rischio di credito (*credit risk premium*). La componente priva di rischio dipende dal rendimento dei titoli considerati risk-free nel mercato monetario (come le obbligazioni statali a breve termine), a loro volta influenzati dal livello dei tassi

ufficiali impostati dalla BC. L'annuncio di un programma di acquisti durevole mostra l'intento della Banca Centrale di voler mantenere i tassi di interesse a livelli bassi per un lungo periodo tempo, per non subire una forte svalutazione delle attività detenute. Dunque si riducono le aspettative degli operatori sui tassi del mercato monetario, riducendo la componente risk-free. L'intervento di una Banca Centrale nel mercato secondario con acquisti di grande entità ne migliora il funzionamento e la liquidità, riducendo il *liquidity premium* richiesto dagli operatori. Infine, data la preferenza di alcuni investitori (ad esempio gli investitori istituzionali come le compagnie di assicurazione o i fondi pensione) per titoli a media-lunga scadenza, l'acquisto degli stessi da parte della BC ne riduce la quantità in circolazione (definita come "scarsità locale") e di conseguenza abbassa il rendimento richiesto dagli operatori per titoli con tali scadenze (*scarcity channel*). Questo perché gli investitori con tali preferenze non considerano gli strumenti a breve scadenza come sostituti e desiderano detenere la stessa quantità di titoli a lungo termine anche pagando un prezzo più elevato. Per questi investitori l'elasticità della domanda per variazioni del prezzo è molto bassa e gli acquisti della BC riducono il *term premium* richiesto, abbassando i rendimenti dei titoli a più lunga scadenza e appiattendolo la curva dei rendimenti.

Gli effetti diretti degli acquisti da parte della Banca Centrale generano una serie di effetti indiretti che coinvolgono sia le variabili finanziarie che quelle reali, la cui intensità dipende molto da diversi fattori contingenti quali le caratteristiche strutturali dell'economia, la sua fase ciclica, e l'importanza preponderante che ha nell'Eurozona il settore bancario rispetto al mercato dei capitali. Infatti, le grandi imprese statunitensi si finanziano per circa l'80% sui mercati finanziari mentre le PMI (Piccole e Medie Imprese) che dominano il contesto europeo e ancor di più quello italiano ricevono dall'80% al 90% del credito dalle banche⁹⁹. Riprendendo dall'ultimo degli effetti diretti elencati, l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie acquistate dalla BC può influenzare il valore di un'ampia gamma di strumenti finanziari (*portfolio rebalancing channel* o *portfolio-balance channel*). Innanzitutto, per gli intermediari controparti, le riserve di Banca Centrale non sono perfetti sostituti dei titoli venduti alla BC (nel caso della BCE, obbligazioni pubbliche, ABS e covered bond), soprattutto in

⁹⁹ <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-22/ecco-perche-qe-funziona-ma-non-come-usa-075322.shtml?uuiid=ABNGD2hC>

un regime di remunerazione negativo delle riserve in eccesso quale quello in vigore nell'Eurozona. Dunque, gli istituti di credito potrebbero bilanciare il loro portafoglio titoli acquistando attività con caratteristiche simili a quelle vendute, come *corporate bond* (obbligazioni societarie) o altre obbligazioni pubbliche, alzandone i prezzi e abbassandone i rendimenti. L'effetto atteso è quindi più evidente sugli asset simili a quelli oggetto delle transazioni nel programma di QE.

La riduzione dei *risk premia* descritta prima può coinvolgere anche la componente del rischio di credito grazie allo stimolo della domanda aggregata che il QE determinerebbe (grazie ad un aumento di investimenti e consumi), che porterebbe ad una riduzione del rischio di insolvenza per diversi emittenti sia pubblici che privati¹⁰⁰. Come mostrano le esperienze negli USA e nel Regno Unito, tale canale è molto efficace e determina un abbassamento significativo dei rendimenti delle obbligazioni del settore privato a lungo termine. Inoltre, secondo il celebre *Capital Asset Pricing Model*, un abbassamento del rendimento risk-free come descritto sopra dovrebbe generare una riduzione dei rendimenti richiesti per tutte le classi di attività finanziarie. La riduzione dei tassi sui titoli a reddito fisso potrebbe spingere alcuni investitori in cerca di migliori rendimenti all'acquisto di attività più rischiose, come i titoli di capitale o le attività reali, come gli immobili. L'acquisto di azioni potrebbe essere giustificato anche da un abbassamento del costo del capitale per le imprese che ne potrebbe aumentare i profitti. Un'altra direzione che potrebbero intraprendere gli investimenti è quella dei mercati esteri a causa di una riduzione dei tassi di interesse di breve e lungo periodo nell'economia domestica. In cerca di migliori rendimenti, i capitali potrebbero defluire all'estero verso titoli obbligazionari con remunerazione maggiore e la grande offerta di moneta potrebbe spingere al ribasso il tasso di cambio (*exchange rate channel*). L'evidenza empirica raccolta da Fratzscher et al. (2013) in seguito ai programmi di QE della Fed ha evidenziato un significativo impatto delle politiche della banca sul deprezzamento del dollaro¹⁰¹. Un altro effetto indiretto molto importante investe l'attività creditizia delle banche. Siccome il tasso applicato dalle banche sui prestiti a tasso fisso e variabile dipende rispettivamente dai tassi a lungo e a breve termine, una riduzione di entrambi generata dal Quantitative Easing comporta un minore costo del credito per imprese e famiglie (*interest*

¹⁰⁰ Cova e Ferrero (2015)

¹⁰¹ Fratzscher, Lo Duca e Straub (2013)

rate channel). D'altra parte, la liquidità fornita dalla BC alle banche in cambio dei titoli potrebbe essere reinvestita in maggiori prestiti alla clientela (*bank lending channel*). L'efficacia di questo canale trasmissivo dipende dalla domanda di credito da parte dei privati, che in una situazione economica recessiva potrebbe diminuire, e dal fatto che in una situazione di crisi la rischiosità dei prestiti aumenta e le banche potrebbero avere necessità di risanare i bilanci o accantonare maggiori somme. Al contrario, un aumento della ricchezza netta del settore privato generato dal QE (come descritto in seguito) riduce il livello di rischiosità dei prenditori e potrebbe aumentare l'erogazione del credito da parte delle banche (*balance sheet channel*). Un ultimo effetto indiretto sulle variabili finanziarie è quello della riduzione della spesa per interessi da parte del governo grazie alla riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato (*government budget constraint channel*).

La trasmissione all'economia reale degli effetti derivanti da un programma di Quantitative Easing, come per qualsiasi tipo di politica monetaria, è mediata dall'impatto dello stesso sul sistema finanziario e dalla reazione di quest'ultimo. Come già ricordato, la risposta del settore bancario dell'Eurozona assume un'importanza fondamentale per la propagazione degli effetti benefici all'economia; così come un miglioramento delle aspettative e della fiducia di imprese e famiglie è fondamentale nello stimolare la domanda aggregata. Un canale importante è quello del miglioramento delle condizioni di finanziamento per il settore privato generato da tassi di interesse di lungo termine più bassi (*effetto di sostituzione intertemporale*). L'abbassamento dei costi per i prenditori induce gli individui ad un maggior consumo presente, riducendo il risparmio e il consumo futuro che diventano relativamente più costosi. Il parametro per valutare l'opportunità del consumo intertemporale è infatti il tasso di interesse reale: più è alto, più è redditizio risparmiare e investire per avere maggiori consumi in futuro; più è basso, più è conveniente indebitarsi e consumare nel presente. Per le imprese invece, che hanno un fabbisogno strutturale di capitale anche per il normale funzionamento, il minor costo del capitale significa minori oneri finanziari ma soprattutto l'opportunità di intraprendere investimenti strutturali per la crescita e l'innovazione. L'aumento di consumi e investimenti stimola la domanda aggregata e quindi la crescita di PIL e occupazione. Uno degli effetti diretti analizzati è il deprezzamento del tasso di cambio che costituisce notoriamente un forte stimolo alle esportazioni in quanto le merci nazionali diventano relativamente più economiche per gli acquirenti esteri e dunque

più competitive, contribuendo all'accrescimento del reddito nazionale (*effetto competitività*). Logicamente, tale canale non inciderà sui rapporti commerciali all'interno dell'area dell'euro, e sarà dunque più importante per i paesi che esportano di più al di fuori dell'Eurozona. Infine, un altro canale fondamentale di diffusione degli effetti del QE nell'economia reale è dato dall'arricchimento degli individui e delle imprese determinato da un aumento del valore delle attività finanziarie e reali (*effetto ricchezza*). Questo effetto sarà tanto maggiore quanto più l'aumento dei corsi dei titoli investirà la stessa gamma di asset detenuti da imprese e privati. Tuttavia, non potrà essere paragonabile con i risultati ottenuti negli Stati Uniti o nel Regno Unito dato che nell'Eurozona imprese e famiglie detengono una quota minore di asset finanziari in relazione alla loro ricchezza netta: 32% in Germania, 27% in Francia, 33% in Italia, contro il 65% negli USA e il 43% nel Regno Unito¹⁰².

Elencati tutti i potenziali effetti positivi che il Quantitative Easing potrebbe generare e i rispettivi canali di propagazione, l'analisi risulterebbe incompleta se non prevedesse una contrapposta esposizione dei rischi che tale politica monetaria non convenzionale potrebbe comportare. Per prima cosa, l'espansione nell'ordine di quasi €1.200 miliardi della base monetaria potrebbe spingere l'inflazione eccessivamente al rialzo, con effetti negativi per l'economia. Tuttavia, non sembrano esserci gli estremi per una tale situazione proprio perché la situazione europea è al limite della deflazione e vi è una grande capacità produttiva inutilizzata¹⁰³. Inoltre, in caso di eccessive pressioni inflazionistiche, la BCE potrebbe effettuare delle operazioni di assorbimento di liquidità, come accaduto per il SMP, per drenare l'eccesso di moneta nell'economia. Un altro rischio, sottolineato dall'opposizione tedesca interna alla BCE, è quello di rallentare il processo delle riforme strutturali e consolidamento fiscale in corso nei paesi dell'Europa meridionale a causa dell'aiuto alle finanze pubbliche che genera il QE tramite il *government budget constraint channel*. Se tale rischio è realistico, è però mitigato sia dal rispetto dei parametri di deficit e debito presenti all'interno del Patto di Stabilità e di Crescita, sia dal rispetto dei programmi di risanamento per i paesi che hanno ricevuto aiuti finanziari in seguito alla crisi dei debiti sovrani. Ancora, la BCE e le Banche Centrali Nazionali,

¹⁰² Cova e Ferrero (2015) su dati OCSE Economic Outlook 2014

¹⁰³ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-19/vantaggi-e-rischi-quantitative-easing-063629.shtml?uuid=AB5H65fC&p=2>

acquistando e detenendo a scadenza gli strumenti finanziari, sopportano un rischio di credito e delle potenziali perdite. Anche in questo caso il rischio sembrerebbe scongiurato e puramente teorico, sia per l'elevata qualità del debito comprato, sia per la previsione di meccanismi di stabilità implementati in Europa in seguito alla crisi dei debiti sovrani, su tutti il Meccanismo Europeo di Stabilità (*European Stability Mechanism*). Inoltre, come mostrano i più recenti conti economici delle BC che hanno implementato programmi di acquisti a titolo definitivo, l'effetto è un significativo aumento degli utili grazie agli interessi maturati sui titoli, che in seguito, per la maggior parte, vengono ridistribuiti ai governi. Un rischio probabilmente più concreto dei precedenti è quello della formazione di una bolla speculativa nei mercati finanziari a causa dell'investimento in strumenti finanziari della liquidità in eccesso nei bilanci bancari. Ad esempio negli Stati Uniti, come si è già osservato, in seguito all'implementazione dei programmi di QE della Fed gli indici azionari hanno segnato uno scostamento dall'andamento degli utili delle imprese quotate e alcune *commodities* hanno registrato aumenti record. Rischio avvertito dal presidente della Consob, l'autorità italiana di vigilanza sulla borsa, Giuseppe Vegas che nell'occasione dell'incontro annuale con gli operatori del mercato finanziario ha richiamato gli investitori alla prudenza¹⁰⁴. Un'altra osservazione richiamata dall'esperienza statunitense è un potenziale aumento delle disuguaglianze all'interno della popolazione in termini di ricchezza. Infatti, se è vero che la maggior parte delle attività finanziarie detenute dagli individui appartengono alla porzione più ricca della popolazione, allora un aumento del loro valore avvantaggia solamente tale porzione e non beneficia chi ha un patrimonio costituito soprattutto da attività reali come gli immobili e dipende da un reddito da lavoro.

Di seguito, verranno presentati gli effetti osservati e stimati sulle variabili finanziarie e reali dell'area dell'euro, con particolare attenzione alle conseguenze per l'economia italiana.

¹⁰⁴ <http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2015-05-12/vegas-rischio-bolla-qe-063511.shtml?uuid=AB36hkeD>

EFFETTI SULLE VARIABILI FINANZIARIE

Nell'analizzare gli effetti che il programma di Quantitative Easing della BCE ha avuto e sta avendo sulle variabili finanziarie si rivolge particolare attenzione agli effetti a partire dall'annuncio e non solo dall'inizio degli acquisti. Infatti, secondo la *Efficient Market Hypotesis*, se il mercato è efficiente riflette e incorpora rapidamente nei prezzi degli strumenti finanziari tutte le informazioni a disposizione. Come evidenziano Cova e Ferrero (2015), quella che può essere stata interpretata dai mercati finanziari come la data di annuncio del QE è il 6 Novembre 2014, quando a margine di una riunione del Consiglio Direttivo il Presidente Mario Draghi ha rilasciato un comunicato stampa nel quale annunciava di aver dato istruzioni allo staff della banca di compiere in tempi brevi i lavori propedeutici all'implementazione di un ulteriore programma di acquisti (*"The Governing Council has tasked ECB staff and the relevant Eurosystem committees with ensuring the timely preparation of further measures to be implemented, if needed"*¹⁰⁵ – Discorso introduttivo di Mario Draghi alla conferenza stampa del 6 Novembre 2014). Le variazioni delle principali variabili finanziarie a partire da quella data fino al 10 Aprile 2015 sono riassunte in Figura 16. Da una prima osservazione sembrerebbe che il periodo precedente all'annuncio ufficiale del 22 Gennaio sia stato quello con le variazioni più significative.

¹⁰⁵ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141106.en.html>

Figura 16: Variazione delle principali variabili finanziarie

		Valori al	Variazioni			
		5-Nov-14	Preparazione	Annuncio	Avvio	Totale
			(A)	(B)	(C)	(1)
Tassi di interesse overnight (2)	Area dell'euro, OIS a 3 mesi	-0.03	-0.03	-0.01	-0.03	-0.07
	Area dell'euro, OIS a 1 anno	-0.05	-0.05	-0.02	-0.03	-0.09
	Area dell'euro, OIS a 3 anni	-0.02	-0.04	-0.02	-0.06	-0.11
Rendimenti dei titoli di Stato (2)	Area dell'euro, scadenza a 1 anno	0.1	-0.11	-0.07	-0.04	-0.21
	Area dell'euro, scadenza a 3 anni	0.3	-0.16	-0.15	0.00	-0.31
	Area dell'euro, scadenza a 5 anni	0.6	-0.21	-0.14	0.00	-0.36
	Area dell'euro, scadenza a 10 anni	1.5	-0.50	-0.17	-0.14	-0.81
	Area dell'euro, scadenza a 30 anni	2.6	-0.63	-0.40	-0.30	-1.33
	Italia, scadenza a 1 anno	0.4	-0.12	-0.14	-0.07	-0.33
	Italia, scadenza a 3 anni	0.9	-0.37	-0.28	0.03	-0.62
	Italia, scadenza a 5 anni	1.2	-0.44	-0.25	0.04	-0.65
	Italia, scadenza a 10 anni	2.4	-0.74	-0.37	-0.04	-1.16
Italia, scadenza a 30 anni	3.8	-0.67	-0.82	-0.20	-1.69	
Spread BTP/Bund (2)	a 10 anni	1.6	-0.37	-0.31	0.18	-0.50
Aspettative di inflazione per l'area dell'euro (2)	contratti swap a 1 anno	0.72	-0.08	0.11	0.17	0.21
	contratti swap a 5 anni	1.84	-0.18	0.07	-0.07	-0.18
	contratti swap a 10 anni	2.03	-0.20	0.07	-0.09	-0.23
	contratti swap 5-10 anni	1.85	-0.18	0.06	-0.06	-0.18
Tassi di interesse reali	a 2 anni	-0.4	0.47	-0.60	-0.34	-0.48
	a 5 anni	-0.5	0.22	-0.32	-0.30	-0.40
	a 10 anni	-0.4	0.00	-0.21	-0.31	-0.52
Rendimenti su obbligazioni private (2)	Area dell'euro, imprese con rating AA (7-10 anni)	1.1	-0.25	-0.05	-0.08	-0.39
	Area dell'euro, imprese con rating BBB (7-10 anni)	2.2	-0.27	-0.17	-0.08	-0.51
	Covered bond, con rating AA	0.6	-0.05	-0.02	-0.15	-0.22
Mercati azionari (3)	Eurostoxx	312	6.9	11.0	5.8	25.5
	FTSE MIB INDEX	19428	2.8	12.3	6.4	22.9
Tassi di cambio (3),(4)	USD/EUR	1.2	-7.1	-5.4	-3.6	-15.3
	Nominale effettivo	99.4	-4.3	-3.5	-2.3	-9.8

Note: Le variazioni sono calcolate sui seguenti periodi: Preparazione = dal 5 novembre 2014 al 21 gennaio 2015; Annuncio = dal 21 gennaio 2015 al 6 marzo 2015; Avvio = dal 6 marzo 2015 al 10 aprile 2015; Totale = dal 5 novembre 2014 al 10 aprile 2015. (1) Eventuali discrepanze sono dovute ad arrotondamenti. (2) Punti percentuali e variazioni assolute. (3) Livelli e variazioni percentuali. (4) Variazione negativa = deprezzamento. Il tasso di cambio nominale effettivo è il tasso di cambio dell'euro nei confronti di 18 partner commerciali.

Fonte: Cova e Ferrero (2015)

Per quanto riguarda il tasso di cambio, Cova e Ferrero (2015), partendo da un calcolo secondo il quale ad un aumento di €100 miliardi dell'attivo dell'Eurosistema corrisponde una diminuzione del tasso di cambio effettivo nominale¹⁰⁶ (calcolato in base ai 18 maggiori partner commerciali dell'Eurozona) dell'euro dell'1%, stimano un deprezzamento della moneta dell'Eurozona dell'11,4% a causa del QE. Data la composizione degli scambi commerciali italiani molto improntata all'interno dell'area valutaria, l'effetto competitività sul prezzo per le merci italiane, *ceteris paribus*, è stimato in circa il 6%. Tuttavia, come dichiarano gli autori queste valutazioni sono soggette ad elevata incertezza a causa dei numerosi fattori che influenzano il valore di una moneta, come le politiche monetarie di

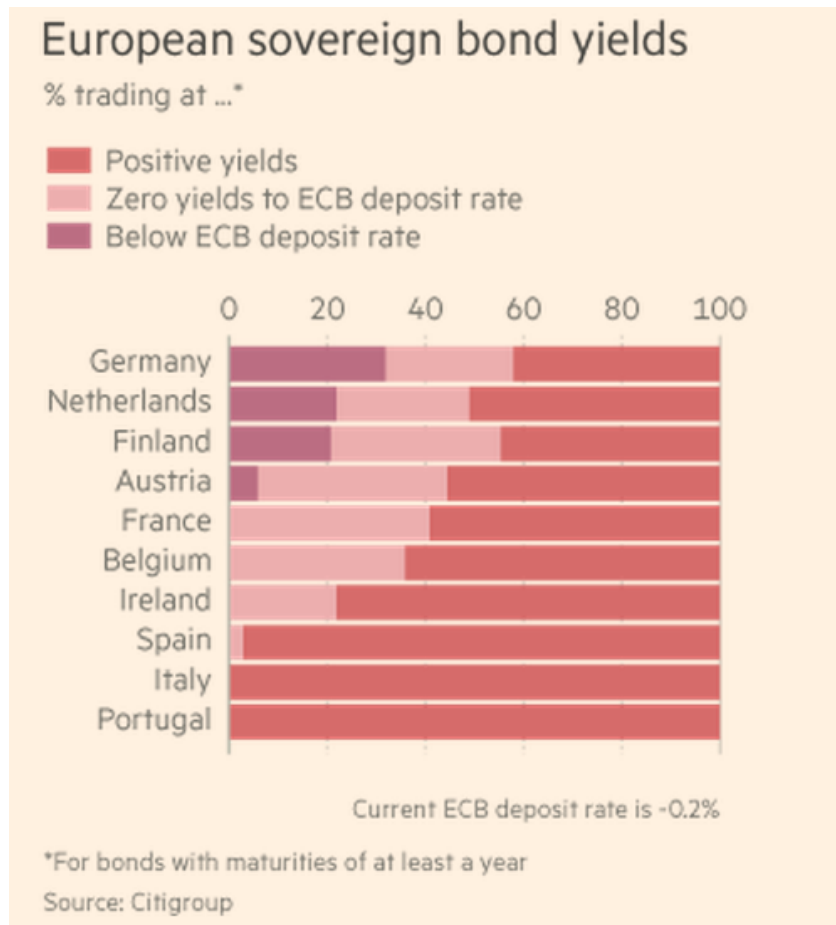
¹⁰⁶ "Il cambio effettivo nominale di una valuta è un indice - una media ponderata - che esprime il valore di una moneta in rapporto alle valute dei principali partner, ciascuno preso in considerazione ("pesato") in relazione all'interscambio commerciale" - <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/cambio-effettivo.html>

altre BC (ad esempio un intervento della Fed per rialzare i tassi ufficiali) o il rischio sovrano¹⁰⁷. Come osservabile in Figura 16, la variazione effettivamente verificatasi al 15 Aprile 2015 è stata di un deprezzamento del cambio effettivo nominale di quasi il 10%. Per quanto riguarda il confronto diretto con altre valute, il cambio¹⁰⁸ con il dollaro statunitense a metà Novembre 2014 era a 1,25 mentre a metà Aprile 2015 aveva toccato un minimo dell'1,05 sfiorando la parità, per poi risalire nel mese successivo verso quota 1,10; il cambio con la sterlina britannica era 0,8 a metà Novembre 2014, ha raggiunto un minimo di 0,7 a metà Marzo 2015 per poi risalire leggermente a 0,72 nel Maggio 2015. Per quanto riguarda i tassi sui titoli di Stato, Cova e Ferrero (2015) valutano che un acquisto dell'1% del debito in circolazione di un dato paese (*outstanding amount*) determini una diminuzione di 5,8 punti base dei rendimenti dei titoli pubblici con scadenza a 10 anni. Dato che il QE prevede acquisti pari al 9,5% del debito italiano in circolazione, ponderando il valore per il rischio paese, gli autori prevedono una diminuzione di circa 85 punti base del tasso di interesse sul BTP decennale. Il valore osservato nell'orizzonte temporale di riferimento (6 Novembre 2014 – 10 Aprile 2015) mostra un calo del rendimento di tale titolo di 116 punti base, pari all'1,16% e la stessa situazione si è verificata sui titoli italiani con altre scadenze. Questo comporta per il governo italiano una riduzione della spesa per interessi che può andare a finanziare delle riforme strutturali o una riduzione del debito. Anche nell'Eurozona i rendimenti dei titoli di Stato sono diminuiti e lo spread BTP/Bund è sceso di 50 punti base. All'inizio degli acquisti, il 9 Marzo 2015, i rendimenti sui titoli pubblici con scadenze entro i 10 anni di molti paesi dell'area euro erano già ai minimi storici e una buona parte in territorio negativo. Alla fine del primo mese di acquisti si è presentata una difficile situazione per la BCE per la quale un'ampia gamma di titoli non erano più acquistabili in quanto il loro rendimento era al di sotto della soglia del tasso sulla Deposit Facility (-0,2%) impostato come limite inferiore. La Figura 17 (relativa al 12 Aprile 2015) mostra le percentuali dei titoli di Stato con scadenza di almeno un anno di alcuni paesi dell'Eurozona scambiati con rendimenti positivi (in rosso), tra lo 0% e il -0,2% (in rosa), e al di sotto della soglia minima per essere acquistati (in viola).

¹⁰⁷ Il rischio sovrano è “quel particolare rischio che riguarda la capacità, o la volontà, del debitore sovrano di onorare i propri impegni di pagamento” - <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rischio-paese143.htm>

¹⁰⁸ Cambio “certo per incerto”. Dati da <http://www.ilsole24ore.com/finanza-e-mercati.shtml>

Figura 17: Percentuale titoli di Stato europei con rendimenti positivi, tra lo 0% e il -0.2%, sotto al -0.2%



Fonte: Financial Times¹⁰⁹

Si può notare come i tassi negativi erano una realtà per molti paesi, ad eccezione di Italia e Portogallo, e come parte dei titoli tedeschi (circa un terzo), olandesi, finlandesi e austriaci non potevano più essere acquistati. Una situazione nella quale sembrava difficile ipotizzare ulteriori ribassi e nella quale si iniziavano a presentare alcune distorsioni nel mercato obbligazionario. Alcuni operatori lamentavano una diminuzione della liquidità del mercato con una riduzione dei volumi scambiati¹¹⁰. In Svizzera, nell'Aprile 2015, erano stati emessi per la prima volta dei bond a 10 anni con rendimento negativo, mentre ciò accadeva da tempo per scadenze più brevi perfino in Spagna dove pochi anni prima il sistema bancario era stato salvato dagli aiuti internazionali. Secondo alcuni commentatori, i tassi così bassi distorcevano la natura stessa dell'acquisto dei bond, che fungevano non più come strumento di risparmio a reddito fisso ma come speculazione sul rialzo del prezzo; alcuni gestori di

¹⁰⁹ <http://www.ft.com/cms/s/0/8c2aef0c-df9b-11e4-a6c4-00144feab7de.html#axzz3ZujMAei3>

¹¹⁰ <http://www.ft.com/cms/s/0/f27d7b94-e298-11e4-aa1d-00144feab7de.html#axzz3ZujMAei3> (

fondi pensione e di compagnie assicurative lamentavano di esser stati forzati ad acquisti più rischiosi per assicurarsi dei rendimenti adeguati¹¹¹. Il 15 Aprile 2015, si è riunito il Consiglio Direttivo della BCE che però non ha preso particolari posizioni sui tassi negativi e ha proposto una continuazione del QE come da programma¹¹². L'inversione di tendenza si è manifestata verso la fine di Aprile 2015 quando si sono verificate massicce vendite sui titoli di Stato di tutti i paesi dell'Eurozona. In particolar modo sui Bund tedeschi decennali, il cui rendimento, dopo aver toccato un minimo dello 0,07% a metà Aprile, è risalito allo 0,70% nella prima settimana di Maggio¹¹³. Nonostante la forte diminuzione dei rendimenti nella fase preparatoria del programma, rispetto all'inizio degli acquisti, i titoli italiani mostravano un peggioramento sulle scadenze più lunghe (Figura 18)¹¹⁴.

Figura 18: Andamento titoli italiani dal 6 Marzo al 27 Aprile 2015

L'andamento dei titoli di Stato Italiani dall'inizio del quantitative easing			
Durata	27-apr	06-mar	Var. tassi
1M	0,045	0,017	0,028
3M	0,023	0,037	-0,014
6M	0,026	0,075	-0,049
9M	0,039	0,057	-0,018
1Y	0,046	0,097	-0,051
2Y	0,162	0,193	-0,031
3Y	0,27	0,245	0,025
4Y	0,479	0,374	0,105
5Y	0,637	0,543	0,094
6Y	0,903	0,801	0,102
7Y	1,056	0,908	0,148
8Y	1,229	1,113	0,116
9Y	1,356	1,239	0,117
10Y	1,44	1,319	0,121
15Y	1,869	1,763	0,106
20Y	2,121	2,037	0,084
30Y	2,373	2,291	0,082

Fonte: *ILSole24Ore*¹¹⁵

¹¹¹ <http://www.ft.com/cms/s/0/35ddc68e-dde7-11e4-8d14-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz3ZujMAei3>

¹¹² <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150415.en.html>

¹¹³ <http://www.ft.com/cms/s/0/977261bc-f49d-11e4-9a58-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz3ZujMAei3>

¹¹⁴ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-04-27/il-paradosso-qe-i-tassi-titoli-italiani-sono-aumentati-quando-sono-iniziati-acquisti-bce-104433.shtml?rlabs=3>

¹¹⁵ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-04-27/il-paradosso-qe-i-tassi-titoli-italiani-sono-aumentati-quando-sono-iniziati-acquisti-bce-104433.shtml?grafici>

La giustificazione di un tale fenomeno, secondo alcuni commentatori, è riconducibile ad un normale riposizionamento dei mercati in seguito all'euforia scatenata dall'inizio del QE, oppure ad un effetto negativo determinato dalla crisi di liquidità e il rischio di default che stava affrontando il governo Greco in quel momento¹¹⁶. Più ottimisticamente potrebbe essere interpretato come un effetto positivo del Quantitative Easing e della risalita del prezzo del petrolio sulle aspettative di inflazione (che come mostra la Figura 11 stavano risalendo su tutti gli orizzonti temporali) che spingono al rialzo i rendimenti nominali.

La variazione dei rendimenti osservata sui titoli di Stato a partire dal 6 Novembre 2014 ha investito, in linea con il *portfolio rebalancing channel*, se pur in maniera minore, anche le obbligazioni del settore privato. Gli apprezzamenti più significativi si sono verificati sui corporate bond con *investment grade*, ovvero quelli più sicuri, con rating almeno pari a BBB, che si prestano di più ad una sostituibilità con i titoli di Stato (Figura 16). Anche i rendimenti dei covered bond sono diminuiti grazie al loro acquisto all'interno del programma CBPP3 (Figura 16). L'abbassamento dei tassi e il deprezzamento dell'euro ha spinto dall'inizio del 2015 una serie di imprese straniere, soprattutto statunitensi, ad emettere volumi record di bond nei mercati europei¹¹⁷. Come atteso, anche i mercati azionari hanno risposto positivamente al programma spinti anche dagli acquisti esteri (soprattutto i fondi azionari statunitensi¹¹⁸), con gli indici che a partire dal Novembre 2014 hanno toccato nuovi record: nell'orizzonte temporale considerato il FTSE MIB ha segnato un +22,9% mentre l'indice europeo EUROSTOXX un +25,5% (Figura 16). I tassi interbancari, alcuni già negativi prima dell'annuncio del Quantitative Easing come il tasso OIS (*Overnight Indexed Swap* – uno swap che rappresenta una media dei tassi interbancari overnight attesi per la durata del contratto¹¹⁹) o il tasso EONIA (*Euro OverNight Index Average* – il tasso medio interbancario overnight nell'area dell'euro¹²⁰), sono diminuiti ulteriormente, con l'Euribor (*Euro Inter Bank Offered Rate* – “è un tasso di riferimento, calcolato giornalmente, che indica il tasso di interesse medio delle transazioni finanziarie in euro tra

¹¹⁶ <http://www.ft.com/cms/s/0/977261bc-f49d-11e4-9a58-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz3ZujMAei3>

¹¹⁷ <http://www.ft.com/cms/s/0/d3c69602-c7fb-11e4-8210-00144feab7de.html#axzz3YW4BvUAX>

¹¹⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-03-05/ecco-perche-gestori-usa-ora-vendono-wall-street-e-comprano-europa-102415.shtml?uuid=ABGWDU4C>

¹¹⁹ <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/overnight-index-swap.html>

¹²⁰ <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/eonia.html>

le principali banche europee¹²¹ – *IlSole24Ore*, Dicembre 2013) fino a 3 mesi in territorio negativo a Maggio 2015¹²².

Per quanto riguarda i prestiti bancari, Cova e Ferrero (2015) stimano una diminuzione immediata di circa 20 punti base sul costo del finanziamento per le imprese e di 35 punti base per le famiglie. Le stime abbastanza contenute dipendono dal fatto che la maggior parte dei finanziamenti erogati dalle banche sono a tasso variabile, e quest'ultimo dipende dai tassi interbancari che già da tempo erano ai minimi storici o in territorio negativo. Tuttavia, è in corso da parte della BCE il programma di operazioni di rifinanziamento TLTROs che dovrebbe spingere le banche ad erogare più credito al settore non finanziario; da un altro punto di vista, come sottolineano gli autori, la liquidità ottenuta tramite il QE potrebbe ridurre il ricorso a questo strumento da parte delle banche. Bisogna però evidenziare un altro aspetto legato alle performance finanziarie delle banche che secondo molte previsioni dovrebbero essere positive nel 2015 e sostenere i volumi di credito¹²³. La crescita dei prezzi degli strumenti finanziari accresce il valore dei portafogli bancari che possono lucrare da una loro vendita, la stessa operazione che potrebbero compiere i loro clienti, dalla quale le banche incasserebbero commissioni. Inoltre, il reinvestimento delle somme ottenute dagli investitori potrebbe interessare degli strumenti di risparmio venduti dagli istituti di credito, che guadagnerebbero in ulteriori commissioni. In sostanza, se il margine di interesse si contrarrà inevitabilmente a causa della caduta dei tassi, il margine di intermediazione dovrebbe più che compensare, portando gli intermediari verso una crescita dei profitti. I risultati di un sondaggio sul credito bancario condotto dalla BCE nell'Aprile 2015 mostrano segnali positivi¹²⁴. Innanzitutto, bisogna sottolineare come le banche abbiano dichiarato che la liquidità ricevuta tramite il programma APP sia stata in particolare utilizzata per la concessione di prestiti. Gli istituti di credito rilevano un ulteriore allentamento dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e dei miglioramenti visibili negli standard creditizi rispetto all'anno precedente, sebbene ancora non paragonabili ai livelli pre-crisi. Inoltre, la domanda di prestiti ipotecari per

¹²¹ <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/euribor.html>

¹²² http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/reddito-fisso-e-tassi/tassi/euribor/euribor.php?refresh_ce

¹²³ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-05-10/dal-qe-benefici-conti-bancari-152016.shtml?uuid=ABliRodD>

¹²⁴ <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150414.en.html>

l'acquisto di una abitazione ha continuato ad aumentare a un ritmo veloce, trainata in particolare dai tassi d'interesse bassi e dalle prospettive del mercato immobiliare.

Come avvenuto all'interno degli altri programmi di QE analizzati, anche quello della BCE ha apportato significative diminuzioni dei tassi di interesse interbancari, dei rendimenti sui titoli di Stato e sui corporate bond. Parimenti, ha contribuito ad una crescita dei corsi azionari e ad un deprezzamento della valuta, esattamente come verificatosi con lo yen giapponese o con il dollaro statunitense soprattutto durante il secondo programma di Quantitative Easing della Fed.

EFFETTI SULLE VARIABILI MACROECONOMICHE

Gli effetti che il programma di Quantitative Easing della BCE avrà sulle variabili macroeconomiche quali PIL e inflazione possono essere stimati in base all'impatto previsto dei canali di trasmissione diretti e indiretti che sono riassunti in Figura 19. Cova e Ferrero (2015) stimano un contributo alla crescita del PIL italiano da parte del programma pari a circa l'1,4% per il biennio 2015-2016, rispettivamente lo 0,5% nel 2015 e quasi lo 0,9% nel 2016. Per quanto riguarda la crescita dei prezzi al consumo, i due autori valutano un contributo del QE pari allo 0,5% nel 2015 e allo 0,7% nel 2016.

Figura 19: Effetti di PSPP sulla crescita del PIL e sull'inflazione al consumo

Canali di Trasmissione	Crescita del PIL		Inflazione al consumo	
	2015	2016	2015	2016
<i>Portfolio-balance channel e signaling channel:</i>				
- Impatto sui rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni	-85 pb			
	0,1 pp	0,3 pp	0,0 pp	0,0 pp
<i>Interest rate channel:</i>				
- Impatto sui tassi bancari sui prestiti alle famiglie	-34 pb			
- Impatto sui tassi bancari sui prestiti alle imprese	-18 pb			
<i>Exchange rate channel:</i>				
- Deprezzamento del tasso di cambio €/S	11,4 %			
- Deprezzamento del tasso di cambio effettivo nominale	6 %			
	0,4 pp	0,5 pp	0,5 pp	0,7 pp
<i>Intra-area trade spillovers channel:</i>				
- Variazione domanda estera intra-area	1%			
	0,1 pp	0,1 pp	0,0 pp	0,0 pp
Impatto totale	0,5 pp	0,8 pp	0,5 pp	0,7 pp

Note: Gli effetti sui rendimenti dei titoli di Stato, sui tassi bancari, sul tasso di cambio e sulla domanda estera ponderata sono cumulati nel biennio 2015-2016; pb indica punti base e pp punti percentuali; eventuali discrepanze tra l'impatto totale e la somma dei singoli impatti sono attribuibili ad arrotondamenti.

Fonte: Cova e Ferrero (2015)

Come si può osservare in Figura 19, il canale del tasso di cambio (*exchange rate channel*) risulta la componente più importante nelle variazioni stimate, contribuendo integralmente alla crescita del livello dei prezzi e molto significativamente alla crescita del PIL (quasi l'1% sull'1,4% complessivo). La motivazione risiede nel fatto che l'aumento della competitività delle merci italiane grazie ad un deprezzamento dell'euro spinge le esportazioni che a loro volta incrementano gli investimenti delle imprese per far fronte ad una crescente domanda extra-area. D'altra parte l'espansione della produzione nazionale dovuta ad un aumento di esportazioni e investimenti stimola positivamente

l'inflazione. Il deprezzamento dell'euro contribuisce anche ad aumentare il costo dei beni esteri e quindi ad un aumento della porzione importata dell'inflazione. Un secondo canale significativo è quello della riduzione dei tassi di interesse su tutti gli orizzonti temporali che comporterebbe una diminuzione del costo medio di finanziamento per imprese e famiglie e dovrebbe apportare un aumento di quasi lo 0,5% del PIL nel biennio 2015-2016. Infine, è stimato un impatto minimo sulla crescita del PIL dal canale *intra-area trade spillovers channel*, ovvero un aumento della domanda estera intra-area dell'euro dovuto alla crescita dell'attività economica apportata dal QE in ogni paese dell'Eurozona. L'importanza posta nelle stime di crescita sul canale del tasso di cambio implica una forte dipendenza dei risultati macroeconomici del QE sul deprezzamento dell'euro. Inoltre, il crollo del prezzo del petrolio, che riduce i costi energetici di famiglie e imprese, per molti commentatori, potrebbe contribuire alla crescita di consumi e investimenti: uno studio dell'economista Luca Mezzomo di Intesa Sanpaolo calcola che una diminuzione strutturale di \$10 del prezzo del petrolio al barile possa contribuire alla crescita del PIL per lo 0,3%¹²⁵. Dunque, un eventuale rafforzamento dell'euro e una risalita del prezzo del petrolio potrebbero seriamente minare i presupposti per la crescita economica. Dopo aver toccato valori minimi ad inizio 2015, con il Brent e il WTI¹²⁶ rispettivamente a \$53 e \$47 al barile, il petrolio ha invertito la tendenza e a Maggio dello stesso anno i due valori erano pari rispettivamente a \$67 e \$60, se pur ben al di sotto dei prezzi dell'estate 2014 (circa \$110 Brent e \$100 WTI)¹²⁷. D'altra parte anche l'euro dopo aver sfiorato la parità con il dollaro nell'Aprile 2015, è risalito superando quota 1,10 nel mese successivo, mostrando una forte volatilità che danneggia gli esportatori.

Per quanto riguarda l'effetto del QE sui consumi dato dall'aumento della ricchezza occorre distinguere tra categorie di consumatori. I mutuatari, coloro che contraggono un mutuo ipotecario per l'acquisto di un'abitazione, potrebbero essere potenzialmente molto avvantaggiati dato che in una fase di tassi particolarmente bassi potrebbero risparmiare su una voce molto importante del loro bilancio. Gli investitori che detengono le stesse classi di asset acquistate dalla BCE o che possiedono

¹²⁵ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-11-30/il-calo-barile-benzina-la-crescita-145534.shtml?uuid=ABkWE1JC>

¹²⁶ Brent e WTI sono utilizzati come benchmark per il prezzo del petrolio e vengono quotati in mercati regolamentati

¹²⁷ http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/quotazione-petrolio-brent-wti/prezzo.php?refresh_ce

azioni possono verosimilmente ricevere i benefici maggiori, così come mostrano le rivalutazioni dei corsi osservate da Novembre 2014. Come già ricordato però, questo canale è sensibilmente più debole nell'Eurozona piuttosto che negli Stati Uniti dove le famiglie detengono circa il doppio degli strumenti finanziari in proporzione alla loro ricchezza netta. L'effetto sui consumi sarà ancora minore per il fatto che la maggioranza della popolazione acquista strumenti di risparmio e obbligazioni i cui rendimenti sono sensibilmente diminuiti. Inoltre, come osservato negli Stati Uniti, generalmente è la porzione più ricca della popolazione che detiene la più alta percentuale delle azioni e delle obbligazioni detenute individualmente e, dunque, un aumento del loro valore accentua la disparità reddituale e patrimoniale che comporta una riduzione dei consumi. Al fine di riequilibrare la situazione verso una maggiore perequazione sociale, i governi dell'area euro dovrebbero intervenire con delle politiche fiscali che potrebbero essere finanziate anche grazie agli acquisti dei titoli all'interno del QE. Infatti, come già verificatosi durante il SMP, la Banca d'Italia, che interviene direttamente ad acquistare i titoli nel mercato secondario, incassa le cedole in maturazione sulle obbligazioni detenute, aumentando notevolmente i profitti dell'istituto che in buona parte sono ridistribuiti al governo. Secondo una prima stima, il Ministero dell'Economia e delle Finanze italiano potrebbe incassare circa €1,1 miliardi all'anno grazie al Quantitative Easing¹²⁸. Infine, un aumento del potere d'acquisto e dei consumi dipenderà fortemente dall'aumento dell'occupazione (in Italia il tasso di disoccupazione al Maggio 2015 era pari al 13%¹²⁹) che a sua volta è inestricabilmente legata agli investimenti e all'andamento delle imprese.

Dall'osservazione dei dati relativi ai primi mesi del 2015 sembra che le previsioni siano state rispettate. A Marzo 2015 il dato sulla produzione industriale italiana mostrava un +0,4% rispetto al mese precedente e un +4,3% su base annua, quest'ultimo il valore più alto dall'Agosto 2011¹³⁰. Nel Maggio 2015 l'Istat ha rilasciato il dato relativo al PIL del primo trimestre 2015 con un valore superiore alle aspettative (+0,2%) pari a +0,3% rispetto al trimestre precedente, anche in questo caso la crescita

¹²⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-02-10/ecco-quanto-incassera-stato-italiano-grazie-qe-231002.shtml?uuid=ABMxyksC>

¹²⁹ <http://www.istat.it/it/>

¹³⁰ http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-05-08/balzo-produzione-industriale-marzo-43percento-sull-anno-record-2011-095942_PRV.shtml?rlabs=7

più elevata dal primo trimestre 2011¹³¹. Anche l'Eurozona ha segnato un valore positivo del PIL trimestrale, con una crescita dello 0,4% spinta da Spagna (+0,9%), Francia (+0,6%) e Germania (+0,3%). Le stime di crescita del PIL italiano per il 2015 sono state riviste al rialzo da parte dell'agenzia di rating Moody's, inserendo l'Italia nella fascia tra lo 0% e l'1% di crescita, precedentemente posizionata tra il -0,5% e il +0,5%¹³². L'Istat ha previsto una crescita del PIL dello 0,7% nel 2015 e dell'1,2% nel 2016; il governo, nel Documento di Economia e Finanza ha pronosticato un +0,7% nel 2015 e un +1,4% nel 2016; l'FMI ha calcolato un +0,5% nel 2015 e un +1,1% nel 2016¹³³. Nella "Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita" di Marzo 2015, la Banca d'Italia, tramite indagini campionarie, ha rilevato un leggero aumento delle aspettative di inflazione per gli orizzonti temporali dai 2 fino ai 5 anni (in ribasso quelle a 6 mesi, allo 0,2% rispetto allo 0,4% del sondaggio di Dicembre 2014), e un forte aumento della fiducia per quanto riguarda la situazione economica generale. Le imprese che hanno rilevato un aumento della domanda interna ed estera per i loro prodotti hanno prevalso su quelle che hanno rilevato invece una tendenza inversa. Anche la fiducia relativa alle condizioni più favorevoli per gli investimenti ha segnato un progresso notato sia nell'industria che nei servizi¹³⁴.

¹³¹ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-05-13/istat-pil-oltre-attese-03percento-primo-trimestre-crescita-piu-alta-inizio-2011-091644.shtml?uuid=ABu8yQfD>

¹³² <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-05-12/moody-s-alza-stime-pil-dell-italia-fino-all-1-cento-160054.shtml?uuid=ABHtKueD>

¹³³ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-04-14/l-fmi-rialza-stime-crescita-l-italia-05percento-piu-11percento-2016-150403.shtml?uuid=ABUI9GPD>

¹³⁴ http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2015-indagine-inflazione/suppl_18_05.pdf

CONCLUSIONE

L'obiettivo di politica monetaria della Banca Centrale, finalizzato al controllo dell'inflazione e al mantenimento della stabilità del sistema finanziario, deve essere condiviso dal governo nell'implementazione di riforme e politiche fiscali adeguate. Più l'autorità fiscale agisce in accordo con quella monetaria, più entrambe le azioni saranno efficaci, rafforzandosi reciprocamente. La situazione ideale è quella in cui le due istituzioni, se pur indipendenti, collaborano e operano a stretto contatto, come è accaduto, ad esempio, negli Stati Uniti negli anni seguenti la crisi finanziaria quando la Fed implementava i programmi di Quantitative Easing e il governo statunitense operava politiche fiscali espansive¹³⁵. In Europa tale integrazione non è verificata, poiché la politica fortemente espansiva della BCE è affiancata da un'austerità sui conti pubblici imposta dalle autorità europee e l'unico spiraglio sembra essere il Fondo europeo per gli investimenti strategici (*European Fund for Strategic Investments* – il cosiddetto “Piano Juncker” che dovrebbe finanziare investimenti strategici nell'area euro per rilanciare l'attività economica) approvato nel Marzo 2015¹³⁶. Il panorama politico dell'Eurozona presenta una situazione fortemente eterogenea che non aiuta il dispiegarsi dell'efficacia delle *policy*. La stessa autorità monetaria, la Banca Centrale Europea, si sta avviando da poco ad essere un sistema davvero unitario e con una normativa condivisa, mentre in passato le singole Banche Centrali Nazionali rappresentavano individualmente i propri interessi (emblematico in tal senso il caso delle OMTs e l'opposizione tedesca). Il panorama economico è probabilmente ancora più eterogeneo e gli anni successivi alla crisi finanziaria non hanno fatto altro che acuire ed evidenziare tali differenze. Nelle decisioni delle istituzioni europee è divenuto sempre più evidente il manifestarsi di due fazioni, costituite, l'una, dai paesi dell'Europa settentrionale a favore del consolidamento fiscale e di politiche monetarie meno espansive, e l'altra, dai paesi dell'Europa meridionale, a crescita (o decrescita) più moderata, orientati verso politiche fiscali meno austere (su tutte, lo scorporo totale dal calcolo del deficit degli investimenti pubblici produttivi) e verso politiche

¹³⁵ <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-01-22/ecco-perche-qe-funziona-ma-non-come-usa-075322.shtml?uuid=ABNGD2hC>

¹³⁶ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-03-10/piano-junker-padoan-dall-italia-8-miliardi-tramite-cdp-obiettivo-infrastrutture-e-pmi-142312.shtml?uuid=ABwzOu6C>

monetarie fortemente espansive. Le divergenze di opinioni così come in Commissione Europea o nel Consiglio dell'Unione Europea, si presentano anche nel Consiglio Direttivo della BCE, creando un rallentamento, se non una paralisi, del processo decisionale. La risposta alla crisi finanziaria da parte delle autorità monetarie di altri paesi sviluppati è stata immediata ed efficace, così come dimostrano i risultati conseguiti, mentre per molti paesi dell'area dell'euro la recessione è ancora una realtà. In questo contesto, se pur tardiva, la decisione della BCE di implementare un programma di Quantitative Easing è considerabile come una conquista, attribuibile, tra gli altri, al suo Presidente Mario Draghi che ha saputo fronteggiare e infine domare la resistenza guidata dalla Bundesbank. Tuttavia, data l'eterogeneità delle condizioni economiche dei 19 differenti paesi dell'Eurozona, risulta difficile pensare che la soluzione possa essere unica. Il processo di armonizzazione fiscale, pur presentando lodevoli motivazioni, impone drastici consolidamenti fiscali a governi ed economie, quella greca su tutte, che hanno nella spesa pubblica una componente preponderante del PIL e che quindi ne risentono duramente. L'Unione Europea ancora non è un'area valutaria ottimale, così come teoricamente concepita dall'economista Robert Mundell, e i differenti sistemi economici che la compongono necessiterebbero soluzioni *ad hoc*. In un'area valutaria ottimale vi è un'elevata mobilità dei lavoratori all'interno della regione, come accade ad esempio negli Stati Uniti. Lo stesso non si verifica in Europa perché i vari Stati che la compongono parlano lingue differenti e hanno culture diverse. La dimostrazione più lampante è costituita dai tassi di disoccupazione così differenti all'interno dell'area, dove si passa dal 23% della Spagna, al 13% dell'Italia, fino al 4,7% della Germania¹³⁷. In un'area valutaria ottimale vi è la condivisione dei rischi e delle perdite e se un regione è in difficoltà economica, o il governo centrale interviene con dei trasferimenti a carico della fiscalità generale, o vi sono leggi che prevedono dei meccanismi di stabilità automatici. In Europa, ogni paese ha un suo debito e si fa carico del rischio di insolvenza sullo stesso, anche se gli interventi in seguito alla crisi dei debiti sovrani, come il Meccanismo Europeo di Stabilità, hanno provato a cambiare direzione. Lo stesso Quantitative Easing per l'80% degli acquisti non prevede un *loss sharing*. In un'area valutaria ottimale vi è la libera circolazione dei capitali all'interno della regione. In Europa è

¹³⁷ Dati Eurostat, Marzo 2015 - http://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-datasets/-/UNE_RT_M

stata realizzata grazie anche all'introduzione della moneta unica, ma con due sostanziali problematiche: non vi è uguaglianza nei salari né nei sistemi tributari. Le differenze in termini di costo del lavoro sono fortissime, mentre la tassazione varia notevolmente da paese a paese, con diverse imposte sui redditi d'impresa, sui redditi personali, o sul valore aggiunto. A tali disuguaglianze si aggiungono anche quelle relative ai prezzi e alla loro evoluzione che creano differenziali di inflazione all'interno dell'area. In un contesto di cambio fisso come l'Eurozona, l'inflazione genera disparità poiché i paesi ad inflazione più contenuta, nel tempo, vedranno le proprie merci diventare sempre più competitive nei confronti di quelle dei paesi con maggiore crescita del livello dei prezzi, con il tasso di cambio che non può correggere questa asimmetria. Cumulando i differenziali di inflazione dall'introduzione dell'euro si ottengono delle differenze significative, anche in questo caso a favore delle nazioni dell'Europa settentrionale (su tutte la Germania) e a svantaggio dei paesi dell'Europa meridionale (in particolar modo Spagna, Grecia, Portogallo e Italia)¹³⁸. Nel Novembre 2011 la Commissione Europea ha elaborato un meccanismo di sorveglianza e correzione per far fronte ai crescenti squilibri macroeconomici intra-area, il *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP), che prevede una serie di valori limite che non dovrebbero essere sforati. Ad esempio, è previsto che il saldo delle partite correnti, nella media degli ultimi tre anni, non debba eccedere in attivo la soglia del 6% del PIL, né essere in passivo per oltre il 4% del PIL. La *ratio* della norma è che eccessivi surplus commerciali generano squilibri all'interno dell'area, a danno delle esportazioni dei paesi in deficit. Dal 2002 al 2015 la Germania ha costantemente violato questo parametro, incappando solamente in alcuni richiami da parte della Commissione Europea, contribuendo ad ampliare le differenze intra-area e danneggiando le economie di molti paesi dell'Eurozona ancora segnate da una profonda recessione¹³⁹. L'elevato livello delle disuguaglianze economiche presenti nell'area dell'euro comporta delle enormi difficoltà nel processo di integrazione europeo, spesso a carico dei paesi dell'Europa meridionale. Per le ragioni sopra elencate, alcuni mercati sono più appetibili di altri (ad esempio l'Italia

¹³⁸ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-06-18/fare-svalutazioni-competitive-leuro-131248.shtml?uuid=Abmze35H>

¹³⁹ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-19/la-germania-esporta-go-go-e-viola-8-anni-trattati-europei-se-non-cambia-rotta-sara-l-eutanasia-dell-euro-102152.shtml?uuid=ABRjB8fC&fromSearch>

è all'ultimo posto per la competitività del lavoro¹⁴⁰), dove, in un regime di libera circolazione dei capitali, le imprese tenderanno a spostare la produzione, creando occupazione e aumentando le entrate fiscali. Se le istituzioni europee non interverranno per riequilibrare la situazione, altri mercati perderanno slancio, occupazione e ricchezza. Con tali disparità alla base, probabilmente non vi erano le condizioni ottimali per formare un area valutaria: basti pensare all'anomalia di un'unione economico-politica di 28 paesi ciascuno curante i propri interessi nazionali, di cui solamente 19 condividono una valuta unica e un'unica politica monetaria, ma con 19 autorità fiscali differenti.

In questo contesto il Quantitative Easing potrebbe avere effetti limitati o, comunque, non essere la soluzione a tutti i problemi. Ad ogni modo, resta un valido strumento, come dimostrato dall'esperienza statunitense e britannica, probabilmente l'ultimo nelle mani della BCE per provare a stimolare crescita economica e inflazione. Buona parte del successo di questa politica monetaria dipenderà dalla risposta del settore bancario che, come già ricordato, in Europa assume una posizione fondamentale nel meccanismo di trasmissione monetaria, data la relativa minore importanza dei mercati dei capitali per il finanziamento delle imprese. I primi segnali macroeconomici, come la crescita della produzione industriale e del PIL trimestrale, sono positivi ma legati soprattutto a fattori variabili come il tasso di cambio e il prezzo del petrolio, e quindi solo nei prossimi mesi si scoprirà se l'inversione di tendenza è strutturale e la recessione è veramente finita.

¹⁴⁰ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-02-11/costo-lavoro-perche-italia-e-dei-mercati-meno-competitivi-mondo-soprattutto-i-giovani-190700.shtml?uuid=ABYpJtC>

FONTI

BIBLIOGRAFIA

- Andolfatto D. e Li L., 2014, "Quantitative Easing in Japan: Past and Present", Economic Synopses, No. 1, Federal Reserve Bank of St. Louis
- Borio C. e Disyatat P., 2009, "Unconventional Monetary Policies: an appraisal", BIS Working Papers, No. 292, Novembre 2009
- Cecioni M., Ferrero G. e Secchi A., 2011, "Unconventional monetary policy in theory and in practice", Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) 102, Banca d'Italia
- Cova P., Ferrero G., 2015, "Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema", Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) 270, Banca d'Italia
- Fawley B. W. e Neely C. J., 2013, "Four Stories of Quantitative Easing", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Gennaio/Febbraio 2013, 95(1), pp. 51-88
- Fratzscher M., M. Lo Duca, e R. Straub, 2013, "On the international spillovers of US quantitative easing", Working Paper Series 1557, European Central Bank
- Hausken K. e Ncube M., 2013, "Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe", SpringerBriefs in Economics, pp. 5-6
- Ito T. e Mishkin F. S., 2006, "Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem", in Takatoshi Ito e Andrew Rose, eds., "Monetary policy under very low inflation in the pacific rim", NBER-EASE, vol. 15, Chicago: University of Chicago Press, pp. 131-193
- Joyce M. A. S., Lasaosa A., Stevens I. e Tong M., 2011, "The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom.", International Journal of Central Banking, Settembre 2011, 7(3), pp. 113-161
- Joyce M. A. S., Tong M. e Woods R., 2011, "The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact", Bank of England, Quarterly Bulletin 2011 Q3
- Kuroda H., 2013, "Quantitative and Qualitative Monetary Easing," discorso in un meeting tenuto dalla Yomiuri International Economic Society a Tokyo, 12 Aprile 2013
- Lam W. R., 2011, "Bank of Japan's Monetary Easing Measures: Are They Powerful and Comprehensive?", IMF Asia and Pacific Department, Working Paper 264, Novembre 2011
- Shiratsuka S., 2010, "Size and Composition of the Central Bank Balance Sheet: Revisiting Japan's Experience of the Quantitative Easing Policy", Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Novembre 2010
- Takahashi W., 2013, "Japanese Monetary Policy: Experience from the Lost Decades", International Journal of Business, 18(4), pp. 288-306

- Ueda K., 2010, "Japan's Deflation and the Bank of Japan's Experience with Non-Traditional Monetary Policy", Journal of Money, Credit and Banking (2012) vol. 44, pp. 175-190
- Weale M. e Wieladek T., 2014, "What are the macroeconomic effects of asset purchases?", Bank of England, External MPC Unit, Discussion Paper No. 42, Aprile 2014

BIBLIOGRAFIA WEB

- www.bancaditalia.it
- www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx
- www.bloomberg.com
- www.boj.or.jp
- www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm
- www.cnbc.com
- www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html
- ec.europa.eu/eurostat
- www.economist.com
- www.federalreserve.gov
- www.forbes.com
- www.ft.com
- www.ilsole24ore.com
- www.istat.it/it
- www.nationalbanken.dk/en/Pages/default.aspx
- www.nytimes.com
- www.riksbank.se
- www.snb.ch
- www.wsj.com