



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

**IL QUANTITATIVE EASING DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA:
STRUTTURA, SFIDE E PREVISIONI.**

RELATORE:

CH.MO PROF. BRUNO MARIA PARIGI

LAUREANDA: GIORGIA PICHINI

MATRICOLA N. 1043565

ANNO ACCADEMICO 2014 – 2015

INDICE

Sommario

INDICE	2
INTRODUZIONE	4
1. SITUAZIONE ECONOMICA EUROPEA E MOTIVAZIONE DELLA MANOVRA	6
2.MANOVRA IN DETTAGLIO	10
2.1 COS'È IL QUANTITATIVE EASING?	10
2.2 DESCRIZIONE DEL QE EUROPEO	11
2.2.1 OBIETTIVI E PREVISIONI	11
2.2.2 QUALI TITOLI SI ACQUISTERANNO?	12
2.2.3 MODALITÀ DI ACQUISTO TITOLI	13
2.2.4 CRITERI DI VALUTAZIONE DELLA MANOVRA	14
3. EFFETTI PREVISTI DEL PROGRAMMA	16
3.1 EFFETTI POSITIVI	16
3.2 EFFETTI NEGATIVI	19
4. EVOLUZIONE DELLA MANOVRA : PRIMI RISCONTRI.	24
4.1 TIOI ACQUISTATI ED EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI.	24
4.2 RISPOSTA DEI MERCATI FINANZIARI	26
4.3 INFLAZIONE	27
4.4 CREDITO BANCARIO E TASSI D'INTERESSE	28
5. CASI SI APPLICAZIONE DEL QE: USA UK GIAPPONE.	30
5.1 DEFINIZIONE ECONOMIE BANCOCENTRICHE E REGOLATE DAL MERCATO. PRINCIPALI DIFFERENZE.	30
5.2 RISPOSTE ALLA CRISI CREDIT EASING VS QUANTITATIVE EASING	33
5.3 IL QUANTITATIVE EASING ALL'AMERICANA.	35
CONCLUSIONE	40
BIBLIOGRAFIA	42
APPENDICE	48

APPENDICE 1	48
APPENDICE 2	50
APPENDICE 3	51
APPENDICE 4	53
APPENDICE 5	54
APPENDICE 6	56
APPENDICE 7	57

INTRODUZIONE

L'obiettivo dell'elaborato è analizzare la politica monetaria di Quantitative Easing recentemente attuata dalla Banca Centrale Europea e cercare di comprenderne gli effetti futuri ed immediati che esse genererà sull'economia.

L'argomento trattato è di notevole rilevanza per la storia economica contemporanea. Infatti, in un momento storico in cui si sono alternati periodi di stagnazione e depressione economica, il Quantitative Easing sembra essere l'ultimo strumento utile per cercare di far riemergere l'Euro Area, e l'economia mondiale, dalla profonda crisi finanziaria innescata nel 2008.

Nel primo capitolo si presenterà a grandi linee quale sia il contesto economico attuale, ponendo la nostra attenzione sul fenomeno dell'inflazione e sull'inefficacia delle misure precedentemente adottate dalla BCE per cercare di raggiungere il proprio obiettivo istituzionale: stabilità del livello dei prezzi. Successivamente nel capitolo 2 si andrà ad analizzare, invece, il programma di QE intrapreso dalla BCE e qui metteremo in luce gli obiettivi perseguiti dalla manovra, le modalità attraverso le quali essa verrà portata avanti e alcuni dati tecnici sui titoli oggetto del programma di acquisti, non tralasciando i limiti legali imposti dal trattato di Maastricht sul funzionamento della BCE. Nel terzo capitolo, invece, vedremo gli effetti positivi che la politica non convenzionale di QE potrebbe avere sull'economia, in particolare la sua incidenza su inflazione e PIL. Inoltre, si riporteranno le maggiori critiche mosse al programma e i possibili effetti collaterali derivanti da una divergenza di obiettivi tra la BCE e la classe politica sul tema delle riforme strutturali; tra la BCE e gli istituti bancari sul tema della concessione del credito; ed infine si cercherà di comprendere come il QE incida sulla disuguaglianza sociale ed economica. Il quarto capitolo, poi, avrà ad oggetto il monitoraggio della performance del QE nei primi mesi di applicazione, ponendo la nostra attenzione sull'andamento dell'inflazione, dei mercati finanziari, dei tassi di interesse bancari e sulla sostenibilità del ritmo di acquisti. Infine, nel capitolo cinque si analizzerà la struttura finanziaria europea mettendola a confronto con quella statunitense. Qui si vedrà come questa diversa struttura abbia inciso in maniera rilevante sulle scelte delle due Banche centrali. Nell'ultimo paragrafo, poi, si analizzeranno gli effetti generati dal QE adottato dalla Federal Reserve americana e da questi dati si cercherà di comprendere quale sarà l'andamento generale del programma europeo.

1. EURO AREA: PERCHE' IL QUANTITATIVE EASING?

“Ho un messaggio chiaro da darvi: nell'ambito del nostro mandato la Bce è pronta a fare tutto il necessario a preservare l'euro. E credetemi: sarà abbastanza”, era ciò che affermava Mario Draghi il 26 Luglio 2012 durante il suo intervento alla Global Investment Conference a Londra.

Dall'estate del 2012, in cui l'Europa presentava un “ sistema finanziario frammentato, un settore bancario che non erogava prestiti e un'economia in recessione.” (Draghi, 21 Novembre 2014), si sono succedute varie politiche di risanamento del settore bancario e finanziario, le quali sembrerebbero aver avuto effetti positivi. Tuttavia, tali manovre sono risultate capaci di traslare tali benefici, raggiunti nel sistema finanziario, solo parzialmente sull'economia reale, la quale, pur essendo uscita dalla recessione nel secondo trimestre del 2013, cresce ancora a ritmi troppo contenuti.

Negli ultimi anni, inoltre, l'inflazione media annua nei paesi dell'Eurozona è andata man mano riducendosi, complici la frenata dei prezzi dei beni energetici¹, il più recente ribasso del costo del petrolio e la tendenza in aumento del tasso di disoccupazione. In particolare a partire dal 2012 si è registrato un vertiginoso crollo dei prezzi, tanto che nel giro di due anni l'indice HICP² è passato dal 2.5% dei primi mesi del 2012 allo 0.4% verso la fine del 2014, come riportato nel grafico sottostante (Adattato da Eurostat Database). Un tale valore è molto preoccupante e ben lontano da quel 2% stabilito dalla BCE, come livello di stabilità dei prezzi.

¹ Si ricorda che i prezzi dell'energia rappresentano elemento volatile nel calcolo dell'inflazione, così come il cibo. Nel nostro caso il calo dell'inflazione è principalmente dovuto a questi due fattori che essendo considerati come temporanei potrebbero essere tralasciati. Tuttavia, si è riscontrato che anche l'inflazione aggiustata per i suoi elementi più volatili (c.d. Inflazione di fondo o “core”) segue lo stesso andamento dell'inflazione non aggiustata e si attesta su livelli notevolmente bassi. Di conseguenza è possibile condurre un'analisi guardando anche solamente all'inflazione “non-core”.

² HICP, Harmonised Index of Consumer Prices. E' l'indicatore dell'inflazione e della stabilità dei prezzi utilizzato dalla BCE. Si calcola come la media dei prezzi di uno specifico paniere di beni e servizi, ed è depurato degli elementi stagionali e più volatili. I dati analizzati si basano sull' Euro area19. Questo perché sembra opportuno condurre un'analisi solo sui 19 paesi europei che attualmente adottano l'euro come propria moneta, in quanto Stati sui quali influirà direttamente il programma di “Quantitative Easing” oggetto di questa ricerca.

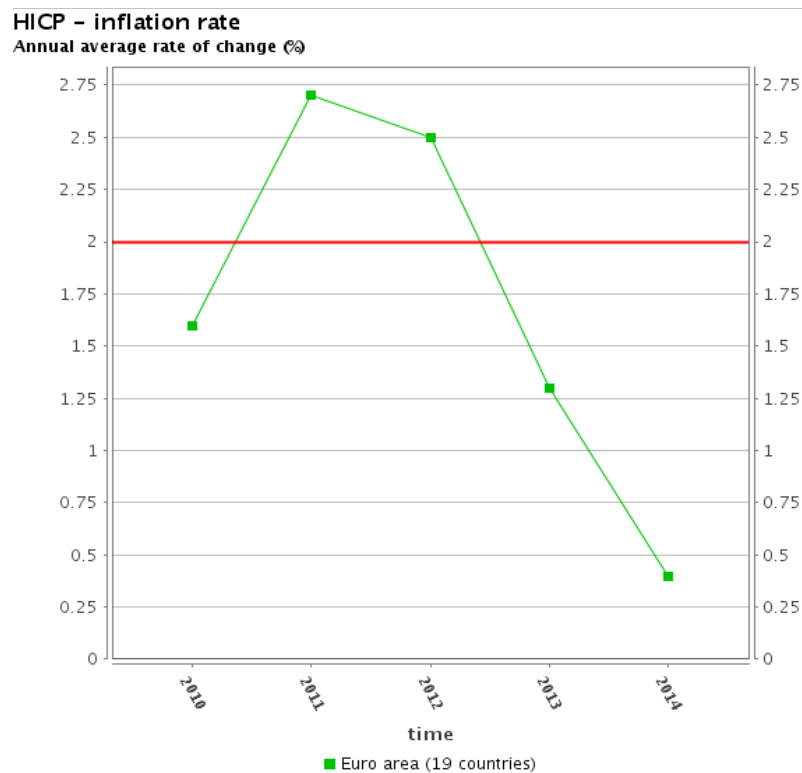


Figura 1. Evoluzione del tasso di inflazione in Europa dal 2010 al 2014.

Un tasso di inflazione molto vicino allo zero, connesso ad un mercato con bassi tassi di crescita e vicino alla deflazione rappresenta una grande minaccia per la ripresa dell'attività economica. Pertanto, nel tentativo di scongiurare uno scenario deflattivo e raggiungere il suo obiettivo istituzionale di mantenimento della stabilità dei prezzi, al fine di sostenere le politiche economiche e rilanciare l'economia, la BCE avvia nello stesso anno tre programmi di acquisto di titoli: in Giugno il programma Target Longer-Term Refinancing Operation (TLTRO) e in Settembre i programmi Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) e Cover Bond Purchase Programme (CBPP3).

Tuttavia, tali manovre di rilancio messe in campo dalla BCE sembra che non abbiano conseguito i risultati sperati, risultando insufficienti a creare un impatto significativo sull'economia reale con ben pochi effetti sulla crescita economia dell'eurozona. Di fatto, nonostante si sia riscontrata una riduzione dei tassi praticati dagli intermediari alle imprese, gli economisti della BCE prevedono un riallineamento dell'inflazione al valore obiettivo del 2% solo in tempi molto lunghi mentre il rischio di deflazione diviene una minaccia sempre più reale (Banca d'Italia, Marzo 2015). Di conseguenza visto che *“Extraordinary times call for extraordinary measures”* (Benet Wilson), nel Gennaio 2015 il Consiglio decide di attuare

una politica monetaria espansiva più forte, tramite l'ampliamento del programma di acquisto di titoli includendovi anche titoli pubblici, in modo tale da far gravitare più velocemente l'inflazione verso il livello di stabilità e stimolare l'economia reale.

Lo scorso 22 Gennaio, quindi la BCE approva il piano di "Quantitative Easing", il quale ha avuto inizio il 9 Marzo 2015.

2. STRUTTURA DEL QUANTITATIVE EASING EUROPEO

2.1 Cos'è il Quantitative Easing?

Prima di affrontare in dettaglio la manovra, è opportuno ricordare che, le significative politiche di riduzione dei tassi di interesse adottate dalla BCE non hanno avuto gli effetti sperati. Infatti tali politiche, pur avendo portato i tassi di interesse vicino allo zero, non hanno determinato una ripresa della crescita e quindi il rilancio dell'economia. Di conseguenza la BCE si è ritrovata nella condizione di non poter disporre più di ampi margini di manovra sul costo del denaro. Tale particolare contingenza fa intravedere all'orizzonte il rischio probabile di incorrere, per tutta l'area dell'Eurozona, nel fenomeno conosciuto come "*Trappola della liquidità*". In tale situazione una qualsiasi politica monetaria, come ci suggerisce John Maynard Keynes, diviene inefficace.

A questo punto non vi è altra soluzione per la Banca Centrale che fare ricorso a delle manovre così dette non convenzionali, le quali si caratterizzano come "rischiose", perché mancando numerosi riscontri empirici gli esiti di questi programmi sono difficili da prevedere.

Tra queste troviamo il "Quantitative Easing". Tale strumento è caratterizzato da interventi atti ad intensificare le operazioni di mercato aperto tramite le quali la Banca Centrale riesce ad aumentare la liquidità nel sistema finanziario confidando che tale flusso alimenti e sostenga l'economia reale.

La manovra porta i rendimenti dei titoli di stato a lunga scadenza a scendere e con questi anche i tassi di interesse dei mutui e dei finanziamenti ai privati tendono a loro volta a diminuire. Il minor costo del denaro rende più conveniente gli investimenti, sia aziendali sia privati, con un aumento del ricorso al capitale di terzi (con particolare riferimento alle banche), mentre le banche, a loro volta, saranno più propense a concedere prestiti, dal momento che i titoli di Stato sono sempre meno redditizi.

L'aumento dei prestiti dovrebbe dare quell'aiuto necessario alle imprese per gestire, incentivare, ampliare ed innovare la loro attività, con l'atteso conseguente aumento di posti di lavoro offerti, e, quindi, della contestuale crescita del PIL.

2.2 Descrizione della manovra

Il 9 marzo 2015 la BCE ha avviato il programma di “Quantitative Easing” denominato anche Public Sector Purchase Programme (PSPP). L’istituto, con tale programma, si è impegnato ad acquistare titoli di debito, rappresentati per l’80% da titoli di stato, nel mercato secondario, ad un ritmo di 60 miliardi di euro al mese. Il programma ha una durata prevista di 19 mesi e cioè fino al Settembre 2016, per una spesa totale, quindi, di 1140 miliardi di euro in titoli, di cui oltre 900 miliardi in titoli di Stato. Tale operazione, in considerazione della portata, appunto “quantitativa”, ha come obiettivo dichiarato la correzione del tasso di inflazione e il rilancio dell’economia.

2.2.1 Obiettivi e Previsioni

L’obiettivo principale del programma è dunque quello di arrestare l’avvitamento verso la deflazione dell’Euroarea”. Si ricorda, infatti, che il Trattato di Maastricht stabilisce una gerarchia di obiettivi per l’Eurozona, attribuendo importanza primaria al mantenimento della stabilità dei prezzi, in quanto elemento che concorre a garantire la coesione sociale. Inoltre, richiamando uno dei principi cardine della macroeconomia si ricorda che nel lungo periodo la politica monetaria ha effetto solo sul livello dei prezzi e non influisce in maniera duratura sull’attività economica. L’inflazione, quindi, si configura come un fenomeno monetario governabile nel lungo periodo. Per stabilità dei prezzi³ si intende un aumento nei 12 mesi dell’HICP⁴ per l’area dell’euro inferiore ma prossimo al 2%. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine. (BCE, 2005, p. 9 -10)

Con il PSPP la BCE, quindi, non fa altro che perseguire il proprio obiettivo istituzionale di far convergere l’inflazione ad un valore prossimo al 2%.

In base alle previsioni degli economisti di Francoforte ante manovra, risalenti allo scorso Dicembre 2014, l’inflazione attesa era indicata pari a +0.7% nel 2015 e a +1.3% nel 2016. Con riferimento all’approvazione del programma di QE le aspettative sono state del tutto

³ Definizione di “livello di stabilità dei prezzi” fornita da una delibera del 1998 del Consiglio Governativo della BCE.

⁴ Vedi nota 2.

riviste in riduzione per quanto riguarda l'anno 2015, infatti la BCE ha previsto un'inflazione nell'anno corrente pari allo 0% (ipotesi più realistica rispetto a quella formulata nel Dicembre 2014 per l'anno 2015) e poi un consistente aumento nel 2016 in cui si dovrebbe registrare un valore pari al 1.5% per arrivare a raggiungere l'obiettivo atteso nel 2017 con un valore pari al 1.8% (Sole 24 Ore, 10 Marzo 2015). Tuttavia, nonostante la BCE abbia affermato che tali valori siano frutto dell'utilizzo di vari modelli e tecniche prudenziali, Joe Kraemer, capo economista di Commerzbank, accusa la Banca Centrale di essere stata troppo ottimistica nelle sue previsioni, come già accaduto nel recente passato. (Sole 24 Ore, 6 Marzo 2015)

2.2.2 Quali titoli possono essere acquistati?

Il programma prevede l'acquisto per l'80% di Titoli di Stato di determinati 19 paesi dell'eurozona, inclusi i titoli di Stato indicizzati all'inflazione o a cedola variabile. Per il restante 20% si prevede la possibilità di acquistare Titoli cartolarizzati (ABS) e obbligazioni bancarie garantite (cover bond), in linea con le operazioni di mercato aperto intraprese nello scorso anno e obbligazioni emesse da 14 istituzioni sovranazionali europee e agenzie nazionali [elencate nell'Appendice 1].

I titoli acquistabili devono avere, al momento dell'acquisto, una vita residua compresa tra i 2 e 30 anni con rating di "Investment grade", cioè con valutazione non inferiore al rating "BBB"⁵. Per ora si prevede, quindi, esclusa dall'operazione la Grecia, i quali titoli di stato sono stati valutati da Moody's lo scorso 6 Febbraio con un rating "CC1" e un rating di breve periodo ancora considerato "Not Prime".

E' prevista, inoltre, la possibilità di acquisto di titoli anche a rendimento negativo, con un solo limite: il rendimento non dovrà mai essere inferiore al tasso sui depositi della BCE, il quale prima dell'avvio del QE si attestava al -0.20%(Sole 24 Ore, 10 Marzo 2015).

La scelta di acquisto di titoli pubblici risiede nel fatto che tali titoli sono gli unici presenti nel mercato in una quantità adeguata a far sì che una tale operazione risulti produrre effetti sui rendimenti dell'economia reale, limitando i potenziali effetti distorsivi che potrebbero crearsi sul processo di formazione dei prezzi di mercato. Non si dimentichi poi che i rendimenti di

⁵ Si farà riferimento alla definizione e classificazioni di Moody's. Contenute in Appendice 2 e tratte da "Moody's Rating Symbols & Definitions" del Giugno 2009.

tali titoli hanno la capacità di influenzare un ampio spettro di strumenti finanziari del settore privato.

2.2.3 Modalità di acquisto dei titoli

Nell'operazione di acquisto titoli la Bce per non violare il divieto di finanziamento monetario espresso dall' L'art 123 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, il quale vieta "l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali", acquirerà i titoli dal mercato secondario e non quindi nel mercato primario.

A questo punto è necessario stabilire in che proporzione gli acquisti debbano essere condotti. Occorre innanzitutto scongiurare il rischio che un'acquisizione troppo elevata di una emissione di debito attribuisca al soggetto che la possiede un potere decisionale non indifferente, soprattutto dal momento in cui potrebbe attribuire al possessore diritto di veto in decisioni riguardanti la ristrutturazione di debito sovrano che riguardino l'applicazione di "collective action clauses". E' necessario, poi, che la Banca Centrale mantenga un ruolo neutrale: si ritiene più opportuno evitare che la BCE venga ad essere considerata il principale creditore dell'eurozona, e che, inoltre, una tale massiccia operazione vada ad alterare il funzionamento del mercato, distorcendone la formazione dei prezzi (BCE, Gennaio 2015).

Per tutte queste motivazioni viene previsto che si potrà acquistare non più del 25% di una stessa emissione e che non si potrà possedere più del 33% del debito emesso da ciascun governo, agenzia pubblica e istituzione dell'Euro area. Tali soglie non saranno valutate solo in relazione agli acquisti ma considerando tutte le proprietà dell'Eurosistema, anche quelle detenute non per finalità di politica monetaria (Banca d'Italia, Marzo 2015).

L'8% degli acquisti di obbligazioni pubbliche avverrà direttamente per mezzo della BCE, il restante 92% sarà invece di competenza delle Banche Centrali Nazionali (BCN). Seguendo poi un criterio di specializzazione sarà compito di ogni singola BCN acquistare primariamente le obbligazioni del proprio paese e in secondo luogo dovrà provvedere all'acquisto di obbligazioni emesse dalle istituzioni sovranazionali ed internazionali previste, sempre con il coordinamento della BCE. L'ammontare degli acquisti di ciascuna BCN sarà determinata dalla "ECB's capital key", e cioè proporzionalmente alla quota di partecipazione di ciascun paese nel capitale BCE. La BCE, invece, acquirerà titoli di ogni giurisdizione (Banca d'Italia, Marzo 2015).

Viene, poi, prevista la possibilità per le BCN di procedere ad acquisti alternativi, preventivamente autorizzati dalla BCE stessa, nell'ipotesi in cui gli strumenti precedentemente previsti non risultino adeguati al soddisfacimento della propria dotazione, in modo tale da assicurare il raggiungimento del target di 60 miliardi di euro di acquisti al mese.

2.2.4 Criteri di valutazione della manovra

Settimanalmente, esattamente ogni lunedì, la BCE provvederà a pubblicare l'importo complessivo degli acquisti registrati nella settimana precedente, in modo da comprendere se ci si stia avvicinando o meno all'obiettivo. Inoltre, mensilmente verrà reso noto quale sia la vita residua dei titoli acquistati paese per paese. In base a questi dati sarà possibile comprendere se la BCE sia stata in grado di sostenere il ritmo di acquisti che si era prefissata oppure no.

Dal punto di vista dell'efficacia, invece, la manovra sarà valutata in base all'andamento dell'inflazione mensile. E' bene precisare che in questo caso si parla di inflazione "core" e cioè di inflazione depurata dagli elementi più volatili come i prezzi di energia e cibo.

Inoltre, si darà anche particolare attenzione alle aspettative sull'inflazione futura, per comprendere se e come in corso d'opera ci sia bisogno di un ridimensionamento del programma.

Alla luce di tali informazioni l'analisi degli effetti e dell'evoluzione del programma di "Quantitative Easing", di cui si discuterà nel capitolo 4, sarà il risultato di un'analisi dei dati mensili pervenuti.

3. POSSIBILI EFFETTI DEL PROGRAMMA

3.1 Effetti positivi

L'operazione di mercato aperto intrapresa dalla BCE e sopra descritta avrà effetto su numerosi settori. In maniera diretta, come si apprende già dalla teoria, un'operazione di mercato aperto dovrebbe avere come effetto una riduzione dei tassi di interesse dei titoli acquistati e favorire il deprezzamento del tasso di cambio e un aumento dell'inflazione.

Per spiegare come il tasso di inflazione sia influenzato da una variazione nell'offerta di moneta bisogna far riferimento alla *Teoria quantitativa della moneta*:

$$MV = PY \quad (3.1)$$

Dove M è la quantità di moneta, V la velocità di circolazione della moneta, P il livello dei prezzi, Y il PIL reale.

Assumendo poi che V sia costante e riscrivendo tale equazione in base alle variazioni nel tempo degli elementi che la compongono si trova l'equazione (3.2).

$$\left(1 + \frac{\Delta M}{M}\right) = \left(1 + \frac{\Delta P}{P}\right) + \left(1 + \frac{\Delta Y}{Y}\right) \quad (3.2)$$

Dove $\frac{\Delta M}{M}$ è il tasso di crescita della moneta, $\frac{\Delta P}{P}$ è il tasso di inflazione, $\frac{\Delta Y}{Y}$ è il tasso di crescita del PIL reale.

Come possiamo evincere dalla formula di cui sopra un aumento della moneta in circolazione si traduce in un aumento dell'inflazione e della produzione in termini reali. Assumiamo che la condizione di *neutralità della moneta*⁶ sia soddisfatta e quindi che il tasso di crescita reale del PIL sia determinato da altri fattori. Ciò implica che il tasso di inflazione è determinato dal tasso di crescita della moneta. Nel lungo termine le assunzioni alla base di tale modello e cioè le condizioni di velocità di circolazione della moneta e di neutralità della moneta sono sempre soddisfatte. Nel breve periodo ancora non vi è consenso sul considerare verificate tali condizioni, fatta eccezione per i periodi di grande espansione monetaria come quella attuale.

⁶ Assunzione secondo la quale nel lungo periodo una variazione nell'ammontare della moneta non ha effetti sulle variabili reali (PIL, occupazione, consumo).

Pertanto nel contesto attuale un aumento della moneta dovrebbe ripercuotersi su un aumento dell'inflazione. (Blanchard-Giavazzi, 2010)

Gli effetti sopra prospettati sembrano aver trovato conferma già all'indomani dell'annuncio del programma di QE, il 22 Gennaio 2015, quando Bankitalia annunciava che i *“rendimenti dei titoli di stato italiani a 10 anni si sono ridotti di circa 0,9 punti percentuali e il cambio nominale effettivo sull'euro si è deprezzato poco meno del 7%”* (Bankitalia, 2015). Tenuto conto, altresì, delle grandi quantità e della tipologia dei titoli acquistati, tale riduzione di tassi d'interesse determinerà uno spostamento verso il basso della struttura dei rendimenti. Questa situazione renderà minore il costo del denaro e le imprese e i privati potranno accedere al credito a tassi convenienti. Le banche inoltre troveranno più redditizio concedere crediti ai privati piuttosto che investire in titoli di stato e quindi saranno più propense a concederle. Di conseguenza si ritiene possibile che l'aumento dei prestiti fornisca la liquidità e l'aiuto necessario alle imprese per gestire, incentivare, ampliare ed innovare la loro attività, con l'atteso conseguente aumento di posti di lavoro offerti e quindi della contestuale crescita del PIL.

Per analizzare gli effetti in termini macroeconomici, ci avvarremo della formula per il calcolo del PIL:

$$Y = C + I(i; y) + G + NX \quad (3.2)^7$$

Dove Y rappresenta la domanda aggregata, C i consumi privati, I gli investimenti privati i quali dipendono negativamente da i (il tasso di interesse) e positivamente da Y , G la spesa pubblica e NX le esportazioni nette, cioè la differenza tra esportazioni ed importazioni.

Nel breve periodo la contrazione dei tassi di interesse comporta innanzitutto che il costo opportunità per il consumatore di detenere moneta sia praticamente nullo, per cui sarà indifferente detenere moneta oppure investirla. Ciò porterà a una disincentivazione al risparmio e ad un conseguente aumento nei consumi. Un aumento dei consumi avrà poi un effetto positivo sulla domanda aggregata. Un aumento della domanda aggregata spinge le imprese ad aumentare la produzione e quindi ad aumentare gli investimenti, i quali sono resi più favorevoli anche dal fatto che, come detto in precedenza, i minori tassi di interesse

⁷ Blanchard, Giavazzi. 2012. Macroeconomia una prospettiva europea. Pagina 60.

favoriscono le condizioni per accedere al credito e quindi rendono possibile il reperimento di risorse monetarie per finanziare i propri ampliamenti. Tuttavia, questa rappresenta solo una possibilità. Non è detto, infatti, che una diminuzione dei tassi di interesse faccia automaticamente aumentare la domanda di finanziamenti da parte delle imprese.

La variazione a ribasso dei tassi di interesse, poi, influisce sul tasso di cambio favorendone il deprezzamento.

Per capire come un ribasso della curva dei rendimenti di mercato influisce sul tasso di cambio bisogna innanzitutto far ricorso al concetto teorico della *Parità dei tassi di interesse* :

$$i = i^* + \frac{(E_{t+1} - E_t)}{E_t} \quad (3.3)^8$$

Dove i è il tasso di interesse domestico (Euroarea), i^* il tasso di interesse estero (Stati Uniti), E_{t+1} il tasso di cambio atteso $\left(\frac{\text{€}}{\text{\$}}\right)$ ed E_t il tasso di cambio corrente $\left(\frac{\text{€}}{\text{\$}}\right)$.

Come è semplice notare una diminuzione del tasso di interesse domestico (i), dovuta nel nostro caso ad un aumento di liquidità nel mercato, deve comportare una variazione negativa nel tasso di cambio e quindi un deprezzamento.

Un deprezzamento fa sì che i beni nazionali diventino meno costosi rispetto ai beni stranieri; ciò comporta un aumento della domanda di beni dell'Eurozona e di conseguenza ci si aspetta un aumento delle esportazioni e delle esportazioni nette. Ciò crea inoltre un aumento dei redditi interni.

Le dimensioni degli effetti indotti dall'aumento delle esportazioni si stimano essere assai rilevanti. Bisogna infatti ricordare che tra il 2008 e il 2009 all'indomani della crisi, gli Stati Uniti, che rappresentavano il più grande importatore di merci al mondo, hanno sperimentato una riduzione dei consumi che si è ripercossa in una contrazione delle importazioni del 46%. A quella data l'UE rappresentava il più importante partner commerciale, rappresentando il 17% delle importazioni statunitensi (Blanchard, 2010, p. 517). Quindi ripristinare un adeguato livello di scambi che faccia leva su una valuta europea più debole e un periodo di ripresa

⁸ Blanchard , Giavazzi. 2012. Macroeconomia una prospettiva europea. Pagina 151.

economica negli Stati Uniti⁹ potrebbe essere un elemento importante nel dare la spinta necessaria alla ripresa economica in tutta l'Eurozona.

Ai fini di un rilancio dell'economia un ruolo indubbiamente importante è quello svolto dalle aspettative: un qualsiasi piano di politica monetaria se non guadagna la fiducia dei consumatori non avrà i risultati sperati. Fortunatamente al momento si registra una crescente fiducia tra i consumatori e gli investitori (The Economist, 11 Aprile 2015) e ciò può contribuire in maniera non indifferente alla buona riuscita della manovra.

Infine, e non da ultimo, è utile ricordare che la riduzione dei tassi ha come effetto la riduzione nel tempo del costo del debito dello stato. Questo si tradurrà in una migliore condizione di finanziamento degli stati dell'Eurozona e renderà più lontano possibile il rischio di default dei singoli stati e quindi di fallimento dell'intero sistema.

3.2 Effetti negativi

Nei paragrafi precedenti si è parlato di quali possano essere i benefici che si spera nascano dalla manovra di QE. Tuttavia dobbiamo considerare che potrebbero prodursi delle distorsioni tali da vanificare e/o attenuare i benefici attesi, come meglio andremo a definire nel prosieguo del seguente paragrafo.

Lo scorso 23 Marzo in un'audizione alla Commissione Affari economici Mario Draghi afferma: *“I risultati positivi del QE della BCE non dovrebbero distrarre gli altri soggetti dal contribuire a rimettere l'economia in carreggiata”*, e aggiunge: *“Le politiche di bilancio devono sostenere la crescita economica, garantendo nel contempo la sostenibilità del debito. L'attuazione piena e coerente del Patto di stabilità e crescita [Appendice 3] è fondamentale per la fiducia nel nostro quadro di bilancio. Inoltre le riforme strutturali dovrebbero essere attuate tempestivamente e con determinazione”*.(Mario Draghi, 23 marzo 2015)

L'implementazione delle riforme strutturali sta diventando sempre più urgente, come sostiene anche Klaas Knot, Presidente della Banca Centrale Olandese (Financial Times, 12 Marzo 2015). Di fatto, la BCE sta esaurendo risorse e strumenti a sua disposizione per aiutare l'Eurozona ad uscire dal periodo di deflazione e creare nuovi stimoli per la crescita. Diviene quindi obbligo primario dei governi modificare il modo in cui essi stessi operano, affinché

⁹ World Economic Outlook. April 2015. *Uneven Growth Short- and Long-Term Factors*. Pagina 1.

umentando l'efficienza delle proprie strutture e del proprio funzionamento permettano al mercato di operare in maniera più efficace. Tali riforme sono un indispensabile presupposto per creare un risanamento dell'economia stabile e duraturo nel lungo periodo, altrimenti tutti gli sforzi fino ad ora intrapresi dall'istituto di Francoforte risulteranno vani.

Tuttavia, vi è un grande ostacolo all'applicazione di queste indispensabili manovre: il Quantitative Easing ha reso i finanziamenti per gli stati meno costosi. Tale vantaggiosa circostanza di finanziamento potrebbe spingere l'operatore pubblico, in un'ottica meramente politica, a ritardare le riforme strutturali necessarie, che per loro natura possono risultare impopolari, in modo tale da scongiurare possibili malumori tra i cittadini ed evitare di perdere consensi nel breve periodo.

Come già spiegato si tratta di un comportamento molto pericoloso poiché, non solo limiterebbe gli effetti benefici del programma della BCE creato anche per alleggerire le sofferenze che verrebbero create da ristrutturazioni, ma potrebbe far sconfinare l'Eurozona in una crisi ancora più profonda dalla quale sarà ancor più difficile riemergere.

Altro fattore critico, invece, riguarda il trasferimento degli effetti dai mercati finanziari all'economia reale. Già nel suo discorso in occasione del Congresso bancario europeo del 21 Novembre 2014 il presidente della BCE faceva notare come gli sforzi fino ad allora sostenuti, sebbene fossero riusciti ad incidere positivamente nel mercato finanziario, si fossero trasmessi poco o niente nella sfera economica.

Effettivamente basta guardare alla struttura stessa dell'economia Europea per comprendere cosa potrebbe rappresentare un ostacolo a tale trasferimento. L'economia dell'Eurozona infatti si configura come un'economia bancocentrica in cui le imprese e il settore privato si finanziano sostanzialmente attraverso le banche. Il QE invece incide principalmente sui mercati dei capitali, nei quali si possono riscontrare maggiormente gli effetti generati dal programma. Di conseguenza il passaggio potrebbe essere reso ostico dall'interposizione delle banche tra i mercati finanziari e il settore privato, nel momento in cui tali intermediari finanziari agiscono in maniera non conforme agli obiettivi della BCE privilegiando i propri interessi. E' utile a parere di chi scrive, per meglio chiarire questa problematica, ricordare, a titolo esemplificativo, il noto fenomeno del "credit crunch" registratosi specialmente in Italia già all'indomani della crisi del 2008. In quel periodo la BCE aveva offerto alle banche europee la possibilità di prendere a prestito ingenti somme di denaro a tassi notevolmente bassi, in modo da far ripartire l'economia. Tuttavia le banche, invece di utilizzare tali fondi per sostenere le imprese e più in generale il settore privato, come ci si sarebbe aspettato, investirono in titoli di stato, ritenendoli più convenienti e meno rischiosi, contribuendo alla

sostenibilità dei debiti pubblici. Le ragioni di una tale scelta da parte delle banche e se questa sia stata corretta economicamente ed eticamente o meno esula dalla nostra analisi, per cui non ci dilungheremo oltre su tali aspetti. Ciò che invece occorre evidenziare è la criticità del ruolo svolto dalle banche in quanto filtro tra mercati finanziari ed economia reale.

In una lettera al Financial Times diciannove economisti sostengono che il QE non rappresenti un valido strumento per rilanciare l'economia e aumentare l'occupazione (FT, 26 Marzo 2015). Infatti i tassi di interesse sono già a livelli minimi e i bond presentano rendimenti negativi. In questa situazione inondare di moneta i mercati di capitali non produrrebbe effetti significativi sull'economia reale bensì rimarrebbe liquidità “injected into the financial market”, differentemente da come sostiene Jhon Hearn, sempre in un articolo del Financial Times, per il quale la moneta emessa sarà “injected into the economy through financial markets to manage inflation”. (Financial Times, 30 Marzo 2015)

Nella teoria, inoltre, non si tiene conto di un aspetto fondamentale della politica monetaria e cioè gli effetti distributivi che una tale manovra potrebbe generare. Tale aspetto, come suggerisce Yves Mersch, nel suo intervento alla “Corporate Credit Conference” a Zurigo del 17 Ottobre 2014¹⁰, è di enorme rilevanza in quanto le conseguenze a livello distributivo influiscono in maniera significativa, non solo sul benessere sociale, ma anche sul meccanismo di trasmissione degli effetti della politica monetaria sull'economia reale. Di fatto, l'aumento dei consumi determinato da una variazione a ribasso dei tassi di interesse non è generalizzato ma avviene in funzione della posizione finanziaria individuale.

Una ricerca del National Bureau of Economics Research¹¹ (NBER) ha individuato cinque canali attraverso i quali la politica monetaria potrebbe portare ad un aumento della disuguaglianza e ad una diminuzione del benessere sociale.

Il primo canale riguarda la composizione del reddito. Sebbene le entrate dei cittadini siano costituite per la maggior parte dai salari, vi sono alcuni soggetti che ricevono redditi da impresa o investimenti finanziari. Se la manovra comporta un aumento di tali redditi maggiore dell'aumento dei salari, la politica comporterà un arricchimento della seconda

¹⁰ Y. Mersch. 17 Ottobre 2014. *Monetary Policy and Economic Inequality. Corporate Credit Conference*. BCE database.

¹¹ “Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.”, NBER Working Paper No 18170, Giugno 2012. Autori : Coibion, Gorodnichenko, Kueng, Silva.

categoria di soggetti sopra descritta, i quali sono tendenzialmente più ricchi. Ciò aumenta la disuguaglianza.

Il secondo canale riguarda la partecipazione nei mercati finanziari. Tante più transazioni un individuo o organizzazione compie sul mercato finanziario, tanto più risentirà dei benefici di una politica monetaria espansiva. Tali benefici si trasferiranno quasi esclusivamente su questi soggetti e solo successivamente in maniera ristretta sui soggetti che non interagiscono con il mercato finanziario. Considerando ancora che gli operatori altamente connessi al mercato finanziario sono anche i più ricchi, appare evidente come ci si aspetti un aumento della disuguaglianza.

Altro canale importante è quello del “*portafoglio*”. Se i soggetti a basso reddito tendono a possedere in proporzione più denaro e meno asset rispetto a quelli ad alto reddito, allora i possibili effetti sull’inflazione generati da una politica monetaria espansiva comporteranno un trasferimento di ricchezza dai primi ai secondi, aumentando la disuguaglianza.

Un altro studio della Banca Centrale Danese condotto da Ayako Saiki e Jon Frost¹² sul caso giapponese, il quale ormai da parecchi anni adotta politiche monetarie non convenzionali, rende evidente come il Quantitative Easing abbia avuto l’effetto desiderato di far ripartire l’economia, ma allo stesso tempo abbia aumentato la disuguaglianza sociale soprattutto agendo tramite il “canale del portafoglio”. I due autori aggiungono, inoltre, che gli effetti redistributivi negativi saranno ancora maggiori nei paesi in cui le famiglie investono i loro risparmi in titoli ed azioni.

Aspetti di grande criticità si possono riscontrare anche nei riguardi dei tassi di interesse “ultra-low”. Essi hanno contribuito a una redistribuzione a livello sociale abbastanza iniqua e la permanenza nel tempo di tali interessi a un livello così basso non fa altro che accentuare le disuguaglianze sociali. Infatti la popolazione più giovane si trova per la maggior parte in posizione di debitore e pertanto beneficia della riduzione dei tassi. Al contrario la popolazione meno giovane possiede tendenzialmente più asset “sicuri” come bond e pertanto vede ridursi i proprio profitti a causa della riduzione dei tassi. Per quanto riguarda il settore bancario si può affermare come dei tassi di interesse molto bassi influiscano negativamente sui profitti, dal momento che i loro asset valgono di meno. Altro settore che si trova molto in difficoltà a causa dei tassi molto bassi è il settore assicurativo: essendo gli investimenti del settore

¹² How does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan. DNB Working Paper No 423, Maggio 2014. Autori : A. Saiki, J. Frost.

assicurativo incentrati su acquisti di titoli a basso rischio e su titoli pubblici i bassissimi tassi di interesse hanno fatto precipitare i rendimenti di questi investimenti, rischiando di minare la sopravvivenza stessa dei fondi. (McKinsey&Company, Novembre 2013).

4. ANALISI DELL'ANDAMENTO DELLA MANOVRA : PRIMI RISULTATI.

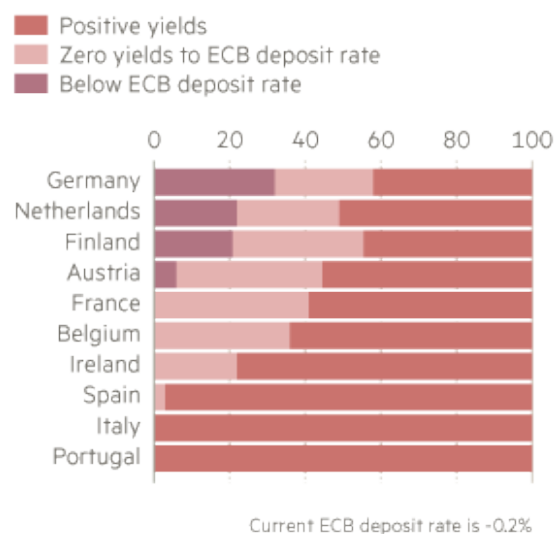
4.1 Tioli acquistati ed evoluzione dei rendimenti.

Alla data del 10 Aprile il database della BCE segnalava che l'ammontare dei titoli acquistati sotto il PSPP ammontava a 61,681 milioni di euro. Si può quindi ritenere che nel primo mese di acquisti si sia raggiunto l'obiettivo stabilito dal programma di raggiungere 60 miliardi di euro al mese in acquisto titoli, suddiviso in circa 45 miliardi di euro in bond e 15 miliardi di euro in titoli privati. Tale proporzione è rimasta pressoché invariata anche nel secondo mese di acquisti [Appendice 4].

I dati riguardanti la distribuzione dell'acquisto titoli vengono pubblicati alla fine di ogni mese. Pertanto, alla fine di Marzo 2015 si registravano titoli acquistati per un ammontare di 47.356 milioni di euro. La distribuzione della provenienza dei titoli è meglio dettagliata in Appendice

European sovereign bond yields

% trading at ...*



*For bonds with maturities of at least a year

Source: Citigroup

FT

Figura 2. Distribuzione rendimenti dei bond sovrani.

Fonte: Financial Times da Citigroup.

5. In maggioranza sono stati acquistati titoli Tedeschi (11.063 mln€), Francesi (8.752 mln€), Italiani (7.604 mln €) e Spagnoli (5.444 mln €), con scadenze in media tra gli 8 e gli 11 anni (BCE, 10 Aprile 2015). Nel secondo mese di Qe, stando ai dati relativi al 30 Aprile 2015, si è raggiunto il target prefissato di 60 miliardi e sono stati comprati titoli nella stessa proporzione. Tuttavia le scadenze medie dei titoli acquisiti sono diminuite di poco attestandosi al di sotto dei 10 anni.

Dopo la prima ondata di acquisti, come prevedibile, i tassi di interesse sui bond oggetto di acquisto sono diminuiti. Nel grafico affianco è rappresentata la distribuzione in percentuale dei rendimenti, maggiori di zero uguali a zero e minori al tasso di deposito della BCE, dei

principali titoli di Stato, con scadenza da un anno in su.

Come riportato dal grafico alcuni stati registrano rendimenti negativi. Tuttavia, si registra un dato preoccupante: i tassi di tre paesi non solo sono scesi ad un livello negativo ma addirittura

si attestano al di sotto del valore limite dei tassi di deposito del -0.2%. I bond a 2 anni della Germania presentano un rendimento pari a -0,267%, quelli a 3 -0,233% e quelli a 7 anni invece sono negativi ma sopra il valore soglia. Ciò significa che la BCE non può più comprare questi titoli e un intervento massiccio sui bond tedeschi già negativi potrebbe aggravare la situazione. Stessa sorte accomuna anche Olanda e Finlandia i cui titoli a due anni presentano rispettivamente rendimenti al -0,213% e -0,23%. L'Austria, invece, presenta tassi negativi ma leggermente al di sopra del valore soglia presentando rendimenti al -0,197% sui titoli a due anni (Sole 24 Ore, 7 Aprile 2015).

I valori benchmark dei rendimenti dei bond tedeschi a 10 anni sono sulla buona strada per cadere sotto lo zero (il 10 Aprile sono crollati intorno allo 0.16%, rispetto allo 0.54% di inizio anno) gli analisti ritengono che sarà solo una questione di tempo, ma prima o poi scenderanno sotto lo zero (Financial Times, 12 Aprile 2015).

Anche la svizzera ha venduto bond a 10 anni a rendimento negativo. Uno scenario pervaso da tassi negativi, come quello sopra descritto, può dimostrarsi altamente pericoloso, come sostiene anche Steven Major, ricercatore presso la HSBC. Egli afferma che i rendimenti negativi hanno reso i bond “equiparabili ai beni come i barili di petrolio – non ci sono cedole e bisogna scommettere sul loro prezzo futuro. Non è così che il mercato dei bond dovrebbe funzionare” (Financial Times, 12 Aprile 2015). Quindi, le politiche non convenzionali creano un mercato difficile da prevedere e difficilmente controllabile.

Da un'attenta analisi dei dati emessi dalla stessa BCE, visibili in appendice 2, possiamo verificare che la BCE ha comprato titoli a lunga scadenza nei paesi periferici e a breve scadenza nei paesi “core”. Una possibile spiegazione potrebbe essere rintracciata nel fatto che i fondi pensione sono basati principalmente su investimenti a lungo termine dei paesi più sicuri come per esempio la Germania. Quindi far scendere notevolmente questi tassi potrebbe portare grandi problemi al sistema di “retirement” che potrebbe subire forti sbilanciamenti provocando notevoli problemi al livello economico-sociale. Un'altra possibile spiegazione, sostenuta da Elie El Hayek della HSBC, risiede nella possibilità che “non vi siano abbastanza titoli a lungo termine” sul mercato, soprattutto per quanto riguarda la situazione nel mercato dei bond tedeschi, che sembra abbia già iniziato a scarseggiare (The Wall Street Journal, 30 Marzo 2015).

Ad ogni modo sembra che complessivamente i titoli acquistabili siano sufficienti per raggiungere il monte acquisti definito per la corretta esecuzione del piano di QE.

4.2 Risposta dei mercati finanziari

“Da inizio anno l'euro ha perso l'11% sul dollaro, segnando il peggior trimestre della sua storia in termini di svalutazione”(Sole 24 Ore, 2 Aprile 2015). Ciò ha creato risultati molto positivi per le Borse europee. Infatti gli investitori hanno intuito che un deprezzamento del cambio avrebbe portato a una maggiore attività di export per le imprese dell'Eurozona. Questo avrebbe generato una maggiore produzione di utili e quindi un accrescimento dei rendimenti per gli investitori. E' bastato quindi, l'annuncio dell'avvio del programma di QE per generare una generale euforia nei mercati. Gli investimenti stanno già aumentando notevolmente all'interno degli stockmarkets europei. A Marzo si è registrata un'entrata record di inflows negli “European Equity funds” (The Economist, 11 Aprile 2015). Difatti, come segnalato dal Sole 24 Ore i più importanti indici della borsa europea sono saliti, segnalando performance notevolmente migliori rispetto a quelle degli ultimi anni (Sole 24 Ore, 2 Aprile 2015).

Tutto questo non dovrebbe sorprendere. Infatti anche nel caso Americano, contestualmente all'annuncio dell'avvio del programma di QE, si sono registrati ampi movimenti nei mercati finanziari. La credibilità dell'azione della FED ha creato fiducia negli investitori e ha portato gli operatori di mercato a cercare di anticipare gli effetti del QE annunciato ed approfittare del vantaggio con il quale si sono mossi. Inoltre Charles Evans, presidente della Fed di Chicago, sostiene che il vero elemento di forza del programma di QE del 2012 fu la comunicazione e cioè il far trapelare fermamente le intenzioni della FED di voler creare un miglioramento sostanziale nei mercati del lavoro (Financial Times, 13 Ottobre 2014). E' quindi la credibilità dell'istituzione e l'abilità di far emergere la volontà di perseguire l'obiettivo stabilito dal programma che generano fiducia negli operatori. Senza tale fiducia il programma di QE non sarebbe altrettanto efficace.

Tuttavia dopo l'iniziale impennata dei mercati all'indomani dell'annuncio, verso fine aprile si è registrato un rallentamento nella crescita dei mercati. Il rallentamento registrato, però, viene considerato come non pericoloso per l'evoluzione della manovra di QE, ma piuttosto fisiologico nel comportamento dei mercati.

In un'audizione al Parlamento europeo del 23 Marzo Draghi¹³ afferma che esiste il rischio che una troppa euforia dei mercati possa portare le quotazioni a toccare prezzi troppo elevati

¹³M. Draghi. 23 Marzo 2015. *“Mario Draghi: Hearing at the European Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee (introductory remarks and Q&A)”*. BCE

favorendo la creazione di bolle speculative. Tuttavia aggiunge che “attualmente questi rischi sono contenuti”, quindi, non vi è bisogno di alimentare falsi allarmismi prima del tempo.

4.3 Inflazione

Sin dal momento dell’annuncio del programma di QE il livello dei prezzi è tornato lentamente a salire. L’indice HICP attesta come si sia passati da un valore del -0.6% di Gennaio allo 0% ad Aprile.

Nei primi mesi dell’anno si è riscontrato un leggero miglioramento dell’inflazione. Tuttavia gli analisti UniCredit prevedevano un nuovo peggioramento nell’inflazione ad Aprile (Sole 24 Ore, 2 Aprile 2015). Fortunatamente ciò non è accaduto ma in Aprile l’Istat ha dovuto rivedere a ribasso le stime sull’inflazione a causa del costante ribasso dei prezzi energetici, calcolati su base annua, e i conseguenti cali dei prezzi dei Servizi di trasporto; di quelli relativi alle abitazioni e alle comunicazioni. Secondo le precedenti stime dell’Istat l’inflazione su base annua si sarebbe dovuta attestare sullo 0% mentre invece, come si può evincere dal grafico, a Marzo è rimasta al -0.1%. Su base mensile, invece, troviamo un aumento dello 0.2% (Sole 24 Ore, 13 Maggio 2015).

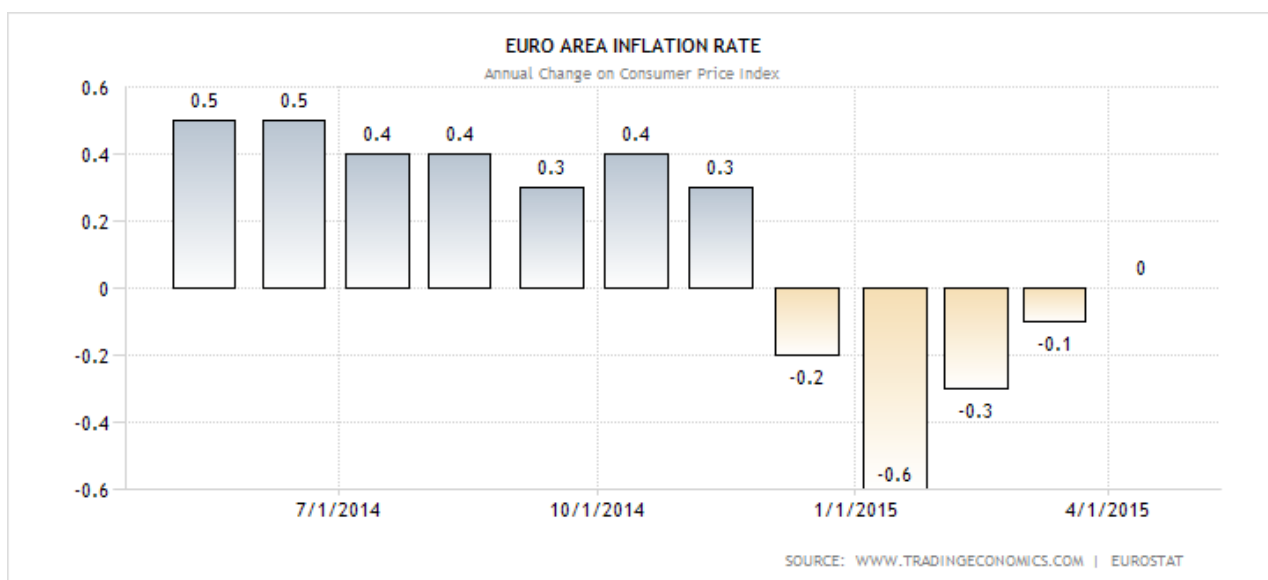


Figura 3 Tasso di inflazione Euro Area su base annua. Fonte: Trading Economics

Insomma, nonostante le previsioni non risultino del tutto rispettate, sembra potersi affermare che l’Euro Area inizi lentamente ad uscire dal periodo di deflazione, tenendo conto che gli effetti sull’inflazione del QE sono distorti dalla continua caduta dei prezzi energetici. Fortunatamente questa caduta sembra essersi arrestata. Quindi, ci si aspetta che l’inflazione

inizi a crescere a ritmi leggermente più sostenuti. Ad ogni modo, come testimoniato anche dai precedenti casi di applicazione del QE non si riscontra un consistente aumento dell'inflazione nell'immediato. Perciò, a soli due mesi dall'inizio del programma è ancora troppo presto pronunciarsi sulla vera e propria efficacia del QE. Si può solamente dire che ci si sta muovendo nel verso giusto.

4.4 Credito bancario e tassi d'interesse

Una diminuzione dei tassi policy rate ha comportato anche una riduzione del costo di accesso al credito bancario per i privati. Per dare evidenza di come ciò è accaduto basta guardare ai tassi EURIBOR e EURIRS, i cui valori sono riportati nelle tabelle 1 e 2 (Euribor.it, Aprile 2015).

L'EURIBOR, EURO Inter Bank Offered Rate, è il tasso di interesse medio utilizzato nelle transazioni finanziarie tra gli istituti di credito europei. Esso è un buon valore di approssimazione a quello del costo del denaro. Infatti una variazione dell'EURIBOR si riflette quasi sempre su una variazione dei tassi di interesse applicati dalle banche al pubblico. Da ciò possiamo evincere che vista la costante diminuzione dei tassi da Gennaio 2015 dell'EURIBOR anche il tassi di interesse a breve applicati alle famiglie e alle imprese sono sensibilmente diminuiti.

EURIBOR	GEN	FEB	MAR	APR
1 Mese	0.01	0	-0.01	-0.03
3 Mesi	0.06	0.05	0.03	0.01
6 Mesi	0.15	0.13	0.1	0.07
12 Mesi	0.29	0.26	0.21	0.18

Tabella 1 EURIBOR. Media mensile. Fonte: euribor.it

L'EURIRS, EURO Interest Rate Swap, rappresenta il tasso interbancario di riferimento per valutare l'andamento dei mutui a tasso fisso concessi dagli istituti di credito europei. Esso è utilizzato come base per calcolare gli interessi fissi come quelli sui mutui. Quindi una variazione in diminuzione del tasso EURIRS, come quella attuale si rifletterà in una variazione in diminuzione anche sui tassi di interesse fissi a lungo termine applicati dalle banche.

EURIRS	GEN	FEB	MAR	APR
5 A	0.32	0.32	0.29	0.23
10 A	0.74	0.72	0.63	0.53
15 A	1.02	0.97	0.84	0.71
20 A	1.18	1.12	0.94	0.79
25 A	1.26	1.18	0.99	0.82
30 A	1.31	1.22	1.02	0.79

Tabella 2 EURIRS. Media mensile. Fonte: euribor.it

Una riduzione dei tassi, sia fissi che variabili, sia a breve che a lungo termine, ha contribuito ad aumentare sensibilmente l'offerta di prestiti ai privati come testimoniato anche da una recente ricerca della BCE che afferma che i cambiamenti nelle condizioni di accesso al credito supportano la crescita dei prestiti ai privati, soprattutto alle imprese e prevede continui miglioramenti nei prossimi mesi.

Sul fronte della disoccupazione ancora non si riscontrano risultati positivi in quanto nei mesi di Marzo e Aprile è rimasta stabile al 11.3% (Trading Economics, Maggio 2015). Su questo fronte non ci si aspetta notevoli ed immediati miglioramenti. Infatti in un suo articolo del 29 Aprile il Financial Times¹⁴ afferma che si prevede che il tasso di disoccupazione rimanga sopra la doppia cifra almeno fino al 2017. Ciò ci fa ipotizzare una crescita dell'economia reale più lenta di quanto ipotizzato inizialmente.

¹⁴ C. Jones . 29 Aprile 2015. "European recovery bolstered by private sector lending growth". Financial Times

5. PRECEDENTI CASI DI APPLICAZIONE DEL QE: USA UK GIAPPONE.

I casi di applicazione del Quantitative Easing non sono numerosi nella storia. Il primo risale al 2001, quando la Banca del Giappone per far fronte alla depressione che attanagliava il paese decise di utilizzare tale manovra non convenzionale. Nonostante i risultati incerti dell'esperienza giapponese, nel 2008, all'indomani della crisi finanziaria, gli Stati Uniti decisero di ricorrere al QE. Essi furono seguiti nell'anno successivo anche dalla Banca d'Inghilterra. Anche se vi è ancora qualche dubbio sulla reale efficacia della manovra, fino ad ora gli sforzi delle banche centrali sembrano aver dato i loro frutti. Nel 2015, invece è stato il turno della Banca Centrale Europea. Il ritardo con cui si è mossa la BCE è dato essenzialmente dalla struttura finanziaria dell'Euro Area. Infatti, vi è più scetticismo sull'applicabilità di una manovra di QE in una struttura in cui le banche abbiano un ruolo preponderante rispetto ai mercati.

Nel presente capitolo in primo luogo andremo a definire in cosa consiste la differenza tra un sistema "bancocentrico" e uno "mercato-centrico" prendendo come riferimenti empirici i dati riguardanti gli Usa e l'Euro area (EA). Successivamente andremo ad analizzare quali siano stati gli effetti sull'economia statunitense della manovra di QE, e come la differente struttura finanziaria dell'EA possa o meno distorcere tali risultati. Bisogna comunque tenere presente che le differenze che si possono riscontrare tra i due casi possono essere attribuite non solo alla diversa struttura finanziaria ma anche al fatto che il mandato della BCE è diverso da quello della FED e che il trattato di Maastricht impedisce il finanziamento dei deficit statali da parte della BCE.

5.1 Economie bancocentriche e regolate dal mercato. Principali differenze.

Le Banche Centrali per comprendere e cercare di anticipare come una politica monetaria si trasmetterà sull'economia reale devono tener conto della struttura finanziaria dell'economia nella quale si trovano ad operare. Infatti l'attuazione di una politica monetaria modifica i tassi "policy rate", i tassi di mercato, il prezzo degli asset finanziari, ed infine le decisioni finanziarie di consumatori ed investitori in modo differente, a seconda della struttura finanziaria dell'economia. (De Fiore e Uhlig, Novembre 2005)

Osservando alcuni dati reperiti dal database della World Bank, appare subito molto chiaro come l'Europa e gli Usa abbiano strutture finanziarie notevolmente differenti. Per dare evidenza di tali differenze, possiamo in primo luogo fare ricorso all'indice "Stock Market

capitalization to GDP”¹⁵ (figura 1), il quale ci da un’idea di quanto sia sviluppato il mercato azionario e cioè di quanto le imprese facciano ricorso ai mercati per finanziarsi.

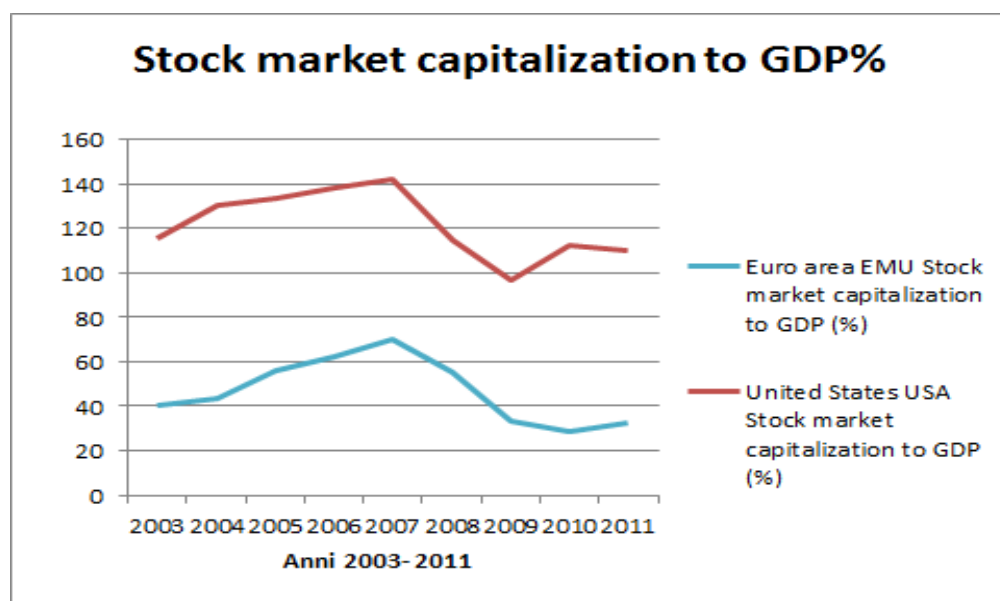


Figura 1 Stock Market capitalization on GDP. Fonte : World Bank - Global Financial Development.

Nonostante alcune fluttuazioni negli anni, si riscontra comunque un costante e consistente divario tra i due paesi riguardo la capitalizzazione di mercato. Infatti negli ultimi nove anni la capitalizzazione Usa è risultata essere più del doppio rispetto a quella europea. Ciò ci conferma come nell’economia del vecchio continente sia meno frequente il ricorso diretto al mercato come fonte di finanziamento primaria.

Il secondo indice che utilizzeremo a supporto della nostra analisi è il “ Private credit by deposit money banks to GDP”¹⁶ [Figura 2], il quale ci da un’idea di quanto sia importante il settore bancario nella concessione dei prestiti al settore privato.

¹⁵ Indice che indica il valore della totalità delle azioni quotate in borsa come percentuale del PIL.

¹⁶ Indice che rappresenta le risorse finanziarie fornite al settore privato dalle banche in percentuale del PIL.

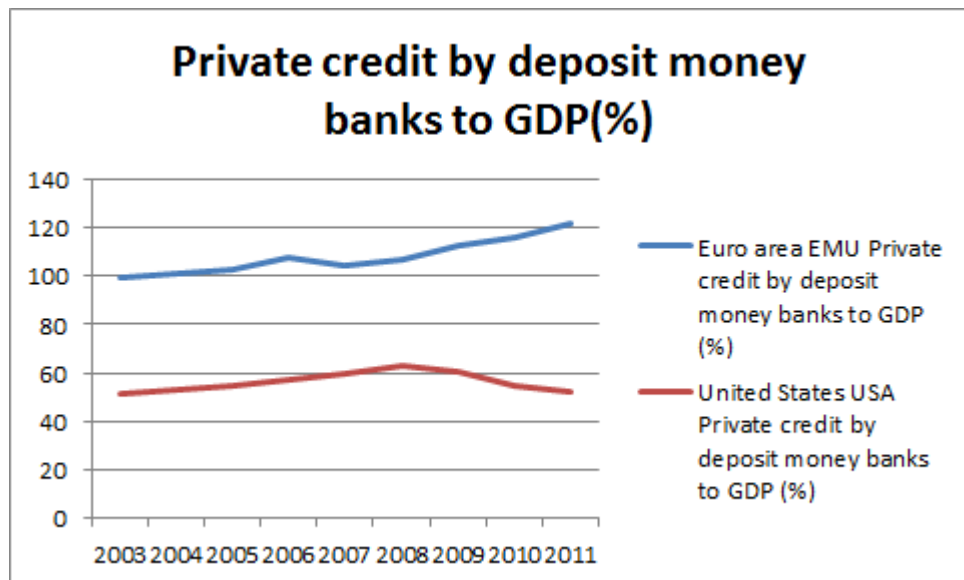


Figura 2. Private credit by deposit money banks to GDP (%). Fonte: World Bank

Anche in questo caso, tra le due aree oggetto di analisi la differenza è notevole: l'Euro area presenta crediti forniti dal sistema finanziario sul PIL di un ammontare quasi doppio rispetto a quello registrato negli Stati Uniti. Ciò è prova del fatto che il settore bancario influisce in modo maggiore sull'economia dell'eurozona piuttosto che su quella statunitense.

A questo punto possiamo tranquillamente affermare che l'Euro area è un'economia fortemente bancocentrica, in quanto il settore bancario ed in generale gli intermediari finanziari svolgono un ruolo centrale nella intermediazione finanziaria tra i privati e i mercati. Le imprese e il settore privato esprimono una tendenza a preferire finanziamenti erogati dalle banche piuttosto che reperirli direttamente sui mercati. Si stima infatti che, per ogni 10 finanziamenti, 8 siano reperiti attraverso le banche e solo 2 direttamente sul mercato. Una situazione diametralmente opposta può essere riscontrata negli Stati Uniti.

Nella figura 3 è riportato schematicamente il funzionamento delle due strutture finanziarie differenti. Il "Finanziamento diretto" è la modalità di finanziamento prevalente in un'economia regolata dal mercato. Al contrario, in un'economia bancocentrica, la modalità di finanziamento prevalente sarà quella del "Finanziamento indiretto". Ricordiamo che in entrambi i sistemi coesistono le due modalità, ma con un peso differente (BCE, 2005, p. 29).

Figura 2.5 Funzioni del sistema finanziario

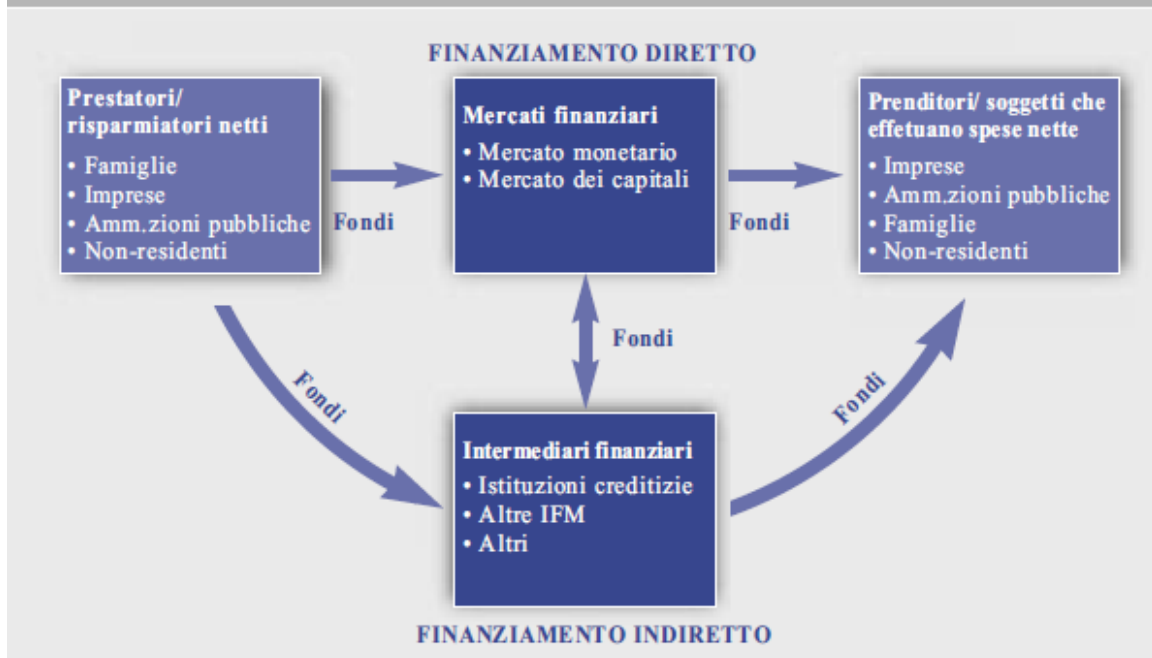


Figura 3 Funzioni del sistem finanziario. Fonte : BCE

5.2 Risposte alla crisi Credit Easing vs Quantitative Easing

Come detto in precedenza gli Usa lanciarono il primo programma di QE nel Novembre 2008 per far fronte agli effetti negativi della crisi scoppiata in quello stesso anno. Successivamente approvarono e annunciarono un secondo round nel Novembre 2010 ed un terzo il 13 Settembre 2012, il quale si è concluso definitivamente il 29 Ottobre 2014.

All'indomani della crisi anche il Regno Unito, nel Marzo del 2009, decise di intraprendere un programma di QE, il quale è stato progressivamente implementato; nell'Ottobre del 2011 se ne è annunciato un nuovo round. Da tali dati si evince che, per vedere i risultati di questa politica non convenzionale, vi è bisogno di un aumento consistente nella base monetaria: maggiore di quello che ci si sarebbe aspettato.

Mentre la FED e la BOE portavano avanti a pieno ritmo i rispettivi programmi di QE la BCE non se ne stava con le mani in mano ed abbassava i tassi di interesse, ma in maniera differente. Essa prestava denaro alle banche a tassi molto agevolati sperando che le banche riuscissero a sanare i bilanci, erogare più prestiti e far ripartire l'economia. Questo fenomeno prende il nome di Credit Easing ed era stato precedentemente utilizzato dal Giappone prima di passare al programma di Quantitative Easing vero e proprio (Fawley and Neely, Febbraio 2013).

La scelta di tale metodo risiede nella struttura finanziaria dell'Eurozona. In un'economia più bancocentrica appariva più logico agire direttamente sul sistema bancario piuttosto che sul mercato dei capitali, ritenendo che gli effetti prodotti da questi programmi sarebbero stati più incisivi e immediati rispetto a quelli generati da un programma di QE. Infatti, se applicato subito il programma di QE avrebbe inciso direttamente sui mercati invece che sul sistema bancario. Questa è stata una scelta teoricamente molto sensata, ma dagli scarsi risultati effettivi come già detto nel capitolo 3.2.

Così, a distanza di alcuni anni, quando ormai gli strumenti per accelerare la ripresa erano quasi esauriti ed il calo dei prezzi energetici aveva fatto crollare sotto lo zero l'inflazione, la BCE è dovuta scendere a compromessi e utilizzare il QE.

Si ritiene che sia molto difficile capire effettivamente quali conseguenze possano essere direttamente attribuite al programma di QE, e come queste possano essere calcolate.

Tuttavia, sia negli States che in UK sembrerebbe esserci accordo comune sull'aver riscontrato effetti positivi generati dal programma. Infatti, in un documento della Bank of England (BOE), Martin Weale e Tomasz Wieladek affermano che il QE in media abbia generato negli USA un aumento dello 0.36% del PIL reale e dello 0.38% dell'inflazione e in UK un aumento dello 0.18% del PIL reale e dello 0.3% dell'inflazione (Weale and Wieladek, 2014).

Vi è invece molta più incertezza nel valutare i risultati della manovra non convenzionale messa in gioco dalla Banca del Giappone (BOJ). Ciò potrebbe destare alcune preoccupazioni in quanto il Giappone, a differenza di USA e UK, presenta una struttura finanziaria "bancocentrica" ed è quindi più simile alla struttura dell'Eurozona. Tuttavia bisogna ricordare che la BOJ ha iniziato il suo programma di QE nel 2001; in cinque anni di durata della manovra si sono riscontrati alcuni miglioramenti nell'inflazione e nel PIL tanto che Daniel Leight in una sua pubblicazione definisce l'economia nipponica ufficialmente uscita dal periodo di depressione nel 2006 (D. Leigh, 2009). Questi risultati però sono stati resi vani e distorti dall'irrompere della crisi del 2008-2009. Si ritiene quindi che l'inefficacia del programma di politica monetaria in Giappone sia da attribuire ad elementi esterni piuttosto che al programma stesso.

Sicuramente un'applicazione di un programma di QE avrà effetti differenti in base alla struttura in cui sarà applicato. Nel prossimo paragrafo proporremo un confronto tra il QE americano e quello europeo.

5.3 Il Quantitative Easing all'americana.

La principale caratteristica del funzionamento di economie con una struttura finanziaria incentrata sui mercati è quello di basarsi principalmente su finanziamenti diretti.

L'avvio dell'acquisto di titoli di stato sotto il programma di QE ha portato come da previsioni alla riduzione dei tassi di interesse policy rate. I rendimenti dei bond a dieci anni Statunitensi sono diminuiti toccando minimi storici. Questo avrebbe spinto gli investitori ad abbandonare gli asset più sicuri e sostituirli con altri più rischiosi ma più redditizi facendo aumentare a dismisura i prezzi degli stock e segnalando, così, una maggiore partecipazione nei mercati. (Financial Times, 17 Marzo). Tuttavia non vi è accordo comune su questo fronte. Infatti un altro motivo dell'aumento dei prezzi delle azioni, potrebbe semplicemente essere la riduzione del tasso di interesse. Tale riduzione avrebbe portato una riduzione dei tassi ai quali vengono scontati i dividendi futuri, facendo aumentare il prezzo corrente delle azioni. Ad ogni modo lo sviluppo dei mercati è testimoniato dallo S&P500, considerato l'indice di benchmark dell'andamento dei mercati Statunitensi, il quale dall'inizio dei programmi di QE è andato man mano ad aumentare, quasi triplicandosi negli ultimi sei anni [Appendice 6].

Dati emessi dalla "Board of Governors of the Federal Reserve System" attestano che i prestiti erogati dalle banche sono aumentati costantemente a partire dall'ultimo quarto del 2010 [Appendice 7]. Lo sviluppo dei crediti concessi a famiglie e imprese da parte delle banche è quindi avvenuto non contestualmente al lancio del programma di acquisto di titoli bensì circa un anno e mezzo dopo.

Questo è accaduto perché le banche erano piene di "toxic-assets"¹⁷, gli stessi che hanno portato allo scoppio della crisi. Di conseguenza le banche hanno dovuto in primo luogo risanare i propri bilanci. Infatti con l'aumento della moneta in circolazione le banche hanno potuto aumentare i propri investimenti in strumenti finanziari redditizi e più facilmente liquidabili, in modo tale da aumentare il valore dell'attivo e con i proventi di tali investimenti coprire le possibili perdite generate dai toxic-assets, scongiurando il rischio di fallimento. Solo successivamente, una volta stabilizzate, hanno potuto iniziare a concedere maggiori prestiti. Le banche guadagnano profitti quando prestano denaro, ma lo perdono quando concedono "bad loans", crediti molto rischiosi. Quindi, prima di concedere crediti, hanno aspettato non solo che la propria posizione finanziaria si risanasse, ma anche che la situazione

¹⁷ Crediti non liquidabili a causa dell'impossibilità del debitore di ripagare la banca. Questi crediti sono molto rischiosi e il detenere numerosi asset di questo genere porta a perdite ingenti che possono portare al fallimento dell'intermediario stesso come già accaduto.

economica migliorasse, al fine di avere maggiori possibilità di concedere prestiti profittevoli e meno rischiosi. In questo modo sono riuscite a non incorrere nel rischio di mettere a repentaglio la propria stabilità finanziaria come precedentemente accaduto.

L'aumento del livello di finanziamenti e investimenti sembrerebbe aver portato il respiro necessario alle imprese per aumentare la produzione e creare nuovi posti di lavoro. Effettivamente, come testimoniato dalla figura 4, il tasso di disoccupazione è costantemente diminuito a partire dalla seconda metà del 2009. Infatti si è passati da un valore del 10% nell'ultimo quarto del 2009 al 5.6% nell'Aprile 2015. Trend inverso a quello che si riscontrava, invece, nel mercato del lavoro nell'eurozona, a riprova di come le politiche attuate in tutto quel periodo abbiano prodotto ben pochi effetti sull'economia reale.



Figura 4 Tasso di disoccupazione EA e USA. 2009-2015. Fonte: Trading Economics

Tuttavia, nel settembre 2014 gli “annualised wages” sono cresciuti solamente al 2% dando poca evidenza di come un più forte mercato del lavoro inneschi salari più alti. (Financial Times, 7 Ottobre 2014).

Come abbiamo già detto nell'eurozona abbiamo una struttura finanziaria bancocentrica in cui l'80% dei finanziamenti sono erogati dal sistema bancario. Gli istituti di credito europei, come quelli americani, si trovano ancora in difficoltà soprattutto in economie come l'Italia e la Spagna. Ciò significa che, al registrarsi di una crescita dei mercati finanziari contestuale all'avvio del programma di QE, non si avrebbe un impatto tanto immediato sui finanziamenti alle imprese, quanto quello riscontratosi negli USA. Infatti, solo una piccola percentuale di esse partecipa nei mercati. Inoltre la maggior parte delle imprese che si finanziano sul mercato

sono quelle più “forti”, e cioè quelle che potrebbero più facilmente accedere al credito bancario. Gli effetti benefici del programma dipendono quasi nella totalità dal comportamento delle banche, ma come testimoniato dall’esperienza americana, l’attività delle banche in supporto a PMI e privati avviene a scoppio ritardato.

Nell’Eurozona il PIL cresce ancora a ritmi troppo contenuti: una ricerca della Danske Bank prevede che nel secondo quarto del 2015 il PIL crescerà più lentamente di quanto accaduto nel primo quarto dell’anno (Danske Bank, 13 Maggio 2015). Anche le aspettative sul tasso di disoccupazione, attualmente all’11.3%, non sono delle più rosee. Ci si aspetta infatti che rimanga sopra la doppia cifra almeno fino al 2017 (Financial Times, 29 Aprile 2015). Questo potrebbe spingere le banche a temporeggiare ancora nel concedere prestiti fino a quando non si presenterà uno scenario economico più favorevole. In uno scenario economico più roseo infatti le imprese sarebbero in grado di produrre più profitti e rendere meno rischiosi i prestiti delle banche verso le imprese.

Tuttavia, come si evince dall’Indagine sul prestito bancario della BCE¹⁸, i prestiti erogati dalle banche sono sensibilmente aumentati nei maggiori paesi europei, fatta eccezione per la Spagna. Questo aumento è avvenuto più velocemente di quanto sia accaduto nel sistema bancario degli Stati Uniti essenzialmente grazie alle politiche monetarie di credit easing utilizzate negli scorsi anni, che anno già consentito alle banche di iniziare la ristrutturazione dei propri bilanci. Si tratta tuttavia di una crescita molto modesta e si ricorda anche che il settore bancario è il maggiore canale di trasmissione degli effetti del QE. Così si può affermare che il programma di Quantitative Easing messo in atto dalla BCE vedrà generare i propri effetti più lentamente rispetto al QE USA a causa di una più lenta trasmissione degli effetti benefici derivante dell’interposizione delle banche tra il mercato finanziario e i suoi operatori.

Anche in Giappone, nazione che condivide la stessa struttura finanziaria dell’Euro area, per far sì che gli effetti della manovra fossero visibili è stato necessario un lungo periodo di tempo e un’espansione monetaria notevolmente superiore a quella statunitense in proporzione alla grandezza delle economie.

Per quanto riguarda l’inflazione, si iniziano ad intravedere i primi segnali positivi, anche se ci si attesta ancora intorno allo 0%, dando risultati non notevolmente differenti rispetto a quelli riscontrati nell’economia statunitense (Trading Economics, Aprile 2015). Per spiegare perchè

¹⁸ European Central Bank. Aprile 2015. “*The euro area bank lending survey*”. ECB

ciò avviene dobbiamo tornare al concetto teorico della “*Teoria quantitativa della moneta*” esposta nell’equazione 3.2 nel capitolo 3.1. Essa ci dice che in un contesto di grandi espansioni monetarie un aumento della moneta dovrebbe ripercuotersi su un aumento dell’inflazione. Appare quindi evidente come l’andamento dell’inflazione sia strettamente collegato alla variazione di offerta di moneta. Da ciò si evince come la struttura finanziaria non sia un elemento rilevante per quanto riguarda l’andamento dell’inflazione.

Si può concludere che la struttura finanziaria è notevolmente rilevante nel momento in cui parliamo di QE. Una struttura finanziaria regolata dal mercato favorisce una trasmissione più semplice e veloce degli effetti positivi generati dal programma sia sull’economia reale sia sul tasso di disoccupazione, rispetto ad un’economia con una struttura bancocentrica. Invece, per quanto riguarda l’evoluzione del tasso di inflazione, la struttura finanziaria dei paesi non è notevolmente rilevante, per cui potremmo affermare che gli effetti sull’inflazione siano pressoché uguali.

CONCLUSIONE

L'elaborato appena concluso aveva come obiettivo quello di comprendere il funzionamento del programma di Quantitative Easing ed analizzarne i punti di forza e debolezza.

Abbiamo riscontrato come la strutturazione del programma di acquisto titoli sia stata resa complessa ed articolata dalle restrizioni del trattato di Maastriche sul finanziamento dei deficit pubblici.

Attraverso i dati sull'andamento degli acquisti di titoli, si è dimostrato che il pericolo di una scarsità di titoli che metta fine al programma di Quantitative Easing prima del previsto rappresenti un'eventualità per il momento sottovalutabile. I mercati finanziari hanno risposto bene al programma di QE fin dal suo annuncio, come da previsioni. Il tasso di inflazione ha iniziato ad aumentare facendo uscire l'Eurozona dal periodo di deflazione. Tuttavia tale aumento è stato inferiore delle aspettative a causa del calo dei prezzi dei beni energetici, che però sembra essersi arrestato facendo nascere maggiore fiducia su un aumento più sostenuto dell'inflazione. Anche il sistema bancario sembra aver risposto positivamente allo stimolo della BCE. I prestiti bancari ad imprese sono aumentati sensibilmente segnalando che ci si sta muovendo nella giusta direzione. Tuttavia, a due mesi dall'avvio è ancora presto per trarre delle vere e proprie conclusioni sull'andamento del programma. Come si è visto nei casi precedenti di applicazione del QE per avere risultati sostanziosi bisogna aspettare mesi se non anni.

Gli effetti generati dal programma di QE si inizieranno a vedere in maniera sostanziale già nei prossimi mesi. A causa della grande rilevanza del sistema bancario sulla struttura finanziaria dell'Euro area ci si aspetterebbe che gli effetti del programma si generano in maniera minore e saranno visibili più lentamente nell'economia dell'Eurozona, rispetto a quanto accaduto negli Stati Uniti. Tuttavia, grazie ai programmi intrapresi negli scorsi anni dalla BCE per risollevare il sistema finanziario e l'economia reale, il sistema bancario europeo si trova già in una situazione finanziaria migliore rispetto a quella che alcuni anni fa accomunava il sistema bancario mondiale e proprio questo risanamento fa sperare in una più veloce trasmissione degli effetti della manovra.

BIBLIOGRAFIA

- A. MERLI. 10 Marzo 2015. E' partito il grande QE all'europea. Sole 24 Ore [online]. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-10/e-partito-grande-qe-all-europea-063558.shtml?uuid=ABn3bk6C>
- A. MERLI. 6 Marzo 2015. "Bce, lunedì è il <<QE-day>>". Sole 24 Ore. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2015-03-06/bce-lunedì-e-qe-day-082951.shtml?uuid=AB8bz44C>
- ARGOMENTI DEL SOLE. 2015. Quantitative Easing. Sole 24 Ore. [online] Disponibile su <http://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/quantitative-easing.html>
- B. W. FAWLEY, C. J. NEELY. Febbraio 2013. "Four Stories of Quantitative Easing". Federal Reserve Bank of St. Louis REVIEW pag 51-88.
- BANCA CENTRALE EUROPEA. 2005. "La Politica Monetaria delle Bce". BCE. Pag 34.
- BANCA D'ITALIA, EUROSISTEMA, 9 Marzo 2015. Il Programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema[online]. Disponibile su https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/QA_programma_acquisto_titoli_Eurosistema.pdf
- BCE. 22 Gennaio 2015. Comunicato Stampa. La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività. [online] disponibile su https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html
- BCE. Gennaio 2015. Frequently asked questions about asset purchases. [Online]. Disponibile su https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html
- C. JONES . 29 Aprile 2015. "European recovery bolstered by private sector lending growth". Financial Times. Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6f2ffdd0-ee72-11e4-98f9-00144feab7de.html#axzz3ab5UhEcT>
- C. WHITTALL. 30 Marzo 2015. "ECB Bond – Buying Program Could Hinge on German Debt Supply". The Wall Street Journal. Disponibile su <http://www.wsj.com/articles/ecb-bond-buying-program-could-hinge-on-german-debt-supply-1427726354>

- COIBION, GORODNICHENKO, KUENG, SILVA. Giugno 2012. “Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.”, NBER Working Paper No 18170.
- D. LEIGH. Ottobre 2009. “*Monetary Policy and the Lost Decade: Lessons from Japan*”. International Monetary Fund. Working Paper No 232.
- DANSKE BANK. 13 Maggio 2015. “Flash comment - Euro area GDP growth strengthens but less than expected”. Danske Bank - Markets. <http://it.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>
- EURIBOR.IT. 30 Aprile 2015. *Euribor storico*. Euribor.it. Disponibile su <http://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/>
- EURIBOR.IT. 30 Aprile 2015. *Eurirs storico*. Euribor.it. Disponibile su <http://www.euribor.it/tassi-storici-eurirs/>
- EUROPA.EU. 11 Aprile 2005. La risoluzione del Consiglio europeo di Amsterdam sul patto di stabilità e di crescita [online]. Eropo.eu. Disponibile su http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/stability_and_growth_pact/125021_it.htm
- EUROPEAN CENTRAL BANK. 30 Aprile 2015. *Asset Purchase Programme*. Sezione Instrument BCE. Disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- EUROPEAN CENTRAL BANK. Aprile 2015. “*The euro area bank lending survey*”. ECB
- EUROSTAT - TABLES, GRAPHS AND MAPS INTERFACE (TGM) [online]. Ultimo aggiornamento 23/03/2015. Data di accesso ai dati 26/03/2015. Hyperlink <http://ec.europa.eu/eurostat/eurostat/tgm/graph.do?pcode=tec00118&language=en>
- F. DE FIORE, H. UHLIG. Novembre 2005. “*Bank Finance vs Bond Finance. What explain the differences between US and Europe*”. Banca Centrale Europea. Working Paper No 547. Pag 42
- F. FUBINI , 9 Marzo 2015. Tassi giù, aiuti all'export: ecco la scommessa del quantitative easing. Repubblica [online]. Disponibile su http://www.repubblica.it/economia/2015/03/09/news/un_fiume_di_denaro_per_rilanciare_l_europa_tassi_giu_aiuti_all_export_ecco_la_scommessa-109090193/

- FRED. Aprile 2015. *Commercial and Industrial Loans, All Commercial Banks*. Economic Research, Federal Reserve of S. Louis. Disponibile su <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BUSLOANS/https://research.stlouisfed.org/fred2/series/BUSLOANS/>
- J. HEARN. 30 Marzo 2015. A mistaken estimate of what QE can do. Financial Times [online]. Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a7ff1de0-d305-11e4-b7a8-00144feab7de.html>
- J. PAULSEN. 17 Marzo 2014. “*Fed Drains monetary punchbowl but others replenish*”. Financial Times. Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1b71bf98-a621-11e3-8a2a-00144feab7de.htmlhttp://www.ft.com/intl/cms/s/0/1b71bf98-a621-11e3-8a2a-00144feab7de.html>
- M. DRAGHI. 21 Novembre 2014. Intervento di apertura di Mario Draghi, Presidente della BCE, in occasione del Congresso bancario europeo. Francoforte sul Meno. Banca Centrale Europea [Online]. Disponibile su <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141121.it.html>
- M. DRAGHI. 23 Marzo 2015. “*Mario Draghi: Hearing at the European Parliament’s Economic and Monetary Affairs Committee (introductory remarks and Q&A)*”. BCE Speeches database. Disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/index.en.html>
- M. DRAGHI. 23 MARZO 2015. Speech by Mario Draghi. President of ECB [online]. Econ committee. Disponibile su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150323_1.en.html
- M. MACKENZIE. 13 Febbraio 2015. Tracking the Us market benchmarks. Financial Times. Disponidile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/cb9f8fe8-3a92-11e4-a3f3-00144feabdc0.html#axzz3ZGzrFcmRhttp://www.ft.com/intl/cms/s/0/cb9f8fe8-3a92-11e4-a3f3-00144feabdc0.html - axzz3ZGzrFcmR>
- M. MACKENZIE. 7 Ottobre 2014. “*Us inflation measures proves headache for FED*”. Financial Times. Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5075f438-4d75-11e4-bf60-00144feab7de.html#axzz3ab5UhEcThttp://www.ft.com/intl/cms/s/0/5075f438-4d75-11e4-bf60-00144feab7de.html - axzz3ab5UhEcT>

- M. WEALE, T. WIELADEK. April 2014. “*What are the macroeconomics effects of asset purchases?*”. Bank of England. Discussion Paper No 42. Pag 6.
- MOODY’S INVESTOR SERVICES. Global Credit Research [Online]. Disponibile su https://www.moodys.com/research/Moodys-places-Greeces-Caa1-government-bond-rating-on-review-for--PR_317662
- O. BIANCHARD, A. AMIGHINI, F. GIAVAZZI. Macroeconomia. Una prospettiva europea. Il Mulino. 2010.
- R. ATKINS. 12 Aprile 2015. “*German 10-year bond yields heading below zero*”. Financial Times. Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8c2aef0c-df9b-11e4-a6c4-00144feab7de.html#axzz3XGuL0ui2>
- R. DOBBS, S. LUND, T. KOLLER, AND A. SHWAYDER. Novembre 2013. QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks [Online]. McKinsey&Company. Disponibile su http://www.mckinsey.com/insights/economic_studies/qe_and_ultra_low_interest_rates_distributional_effects_and_risks
- R. HARDING. 13 Ottobre 2014. “*US quantitative measures worked in defiance of theory*”. Financial Times. http://www.ft.com/intl/cms/s/3b164d2e-4f03-11e4-9c88-00144feab7de.Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2F3b164d2e-4f03-11e4-9c88-00144feab7de.html%3Fsiteedition%3Dintl&siteedition=intl&_i_referer=#axzz3ab5U hEcT
- R. LEVINE. Settembre 2002. “*Bank-Based or Market-Based Financial System: Which is Better?*”. NBER Working Paper No. 9138. Pagina 5.
- R. NAPOLETANO. Luglio 2012. Siamo pronti a fare tutto il necessario per salvare l’Euro. Nessun paese uscirà dall’Eurozona. Sole 24 Ore [Online]. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-07-26/draghi-messaggio-chiaro-pronti-121634.shtml?uuid=AbDU57DG>
- S. WAGSTYL, D. ROBINSON. 12 Marzo 2015. Central bankers warn on QE threat to market discipline. Financial Times [online]. Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/81020316-c8aa-11e4-b43b-00144feab7de.html#axzz3UD8xNTh0>

- THE ECONOMIST. 11 Aprile 2015. Don't get euphoric. The Economist [Online]. Disponibile su <http://www.economist.com/news/leaders/21647970-investors-are-becoming-excited-about-europe-againtoo-excited-dont-get-euphoric>
- TRADING ECONOMICS. Aprile 2015. *Area Euro – Tasso di Infalzione -2014*. Disponibile su <http://it.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>
- TRADING ECONOMICS. Aprile 2015. “Euro Area Inflation Rate- annual change in consumer price index”. Trading Economics. Disponibile su <http://www.tradingeconomics.com/euro-area/inflation-cpi>
- TRADING ECONOMICS. Maggio 2015. *Area euro - Tasso di disoccupazione – 2014*. Disponibile su <http://it.tradingeconomics.com/euro-area/unemployment-rate>
- TRADING ECONOMICS. Maggio 2015. *Stati Uniti – Tasso di disoccupazione*. Trading Economics Disponibile su <http://it.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>
- V. CHICK, F. COPPOLA, N. DODD, J. GADREY, D. GRAEBER, C. GURDGIEV, J. HUBER, S. KEEN, C. MARAZZI, B. MITCHELL, A. PETTIFOR, H. PEUKERT, L. SKIDELSKY, G. STANDING, K. VAN DER PIJL, J. WALTER, J. WEEKS, R. WERNER, S. WREN-LEWIS. 26 Marzo 2015. Better ways to boost eurozone economy and employment. Financial Times.[online] Disponibile su <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a7ff1de0-d305-11e4-b7a8-00144feab7de.html>
- V. CHIERCHIA. 13 Maggio 2015. “L’inflazione in Aprile: + 0.2% rispetto a Marzo e -0.1% su base annua; resta l’allarme deflazione”. Sole 24 Ore. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/impresa-e-territori/2015-05-13/l-inflazione-aprile-02percento-rispetto-marzo-e-01percento-base-annua;-resta-l-allarme-deflazione-111039.shtml?uuid=ABeubUfD>
- V. LOPS. 2 Aprile 2015. “Un mese di <<QE>>: gli effetti speciali sui mercati del bazooka di Draghi”. Sole 24Ore. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-04-02/un-mese-qe-euro-peggior-trimestre-storia-200838.shtml?uuid=ABfvWkJD&nml=2707#navigation>
- V. LOPS. 7 Aprile 2015. “Il paradosso del QE dopo un mese la Bce non può più comprare alcuni titoli di Germania, Olanda e Finlandia”. Sole 24 Ore disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-04-07/il-paradosso-qe-un->

mese-bce-non-puo-piu-comprare-alcuni-titoli-germania-olanda-e-finlandia-100247.shtml?uuid=ABrPwQLD

- WORLD BANK. Aprile 2015. *World DataBank – Global Financial Development*. World Bank Database. Disponibile su <http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=global-financial-development><http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=global-financial-development>
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK. April 2015. *Uneven Growth Short- and Long-Term Factors*. Pagina 1.
- Y. MERSCH. 17 OTTOBRE 2014. Monetary Policy and Economic Inequality. Corporate Credit Conference. BCE [Online] disponibile su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017_1.en.html

APPENDICE

Appendice 1

Elenco istituzioni sovranazionali europee e agenzie nazionali previste dal programma di Quantitative Easing

International and supranational institutions and agencies

The initial list of international or supranational institutions located in the euro area and of agencies located in the euro area whose securities are eligible for the PSPP is as follows:

International or supranational institutions located in the euro area

1. Council of Europe Development Bank
2. European Atomic Energy Community
3. European Financial Stability Facility
4. European Stability Mechanism
5. European Investment Bank
6. European Union
7. Nordic Investment Bank

Agencies located in the euro area

1. Caisse d'amortissement de la dette sociale (CADES)
2. Union Nationale Interprofessionnelle pour l'Emploi dans l'Industrie et le Commerce (UNEDIC)
3. Instituto de Credito Oficial
4. Kreditanstalt fuer Wiederaufbau
5. Landeskreditbank Baden-Württemberg Foerderbank

6. Landwirtschaftliche Rentenbank

7. NRW.Bank

This initial list may be amended following the Governing Council meeting on 15 April 2015 on the basis of monetary policy considerations and duly reflecting risk management issues.

Appendice 2

Moody's Rating Symbols & Definitions

Short-term vs. Long-term Ratings

Long Term	Short Term	
Investment Grade	Prime-1	Aaa
		Aa1
		Aa2
	Prime-2	Aa3
		A1
		A2
	Prime-3	A3
		Baa1
		Baa2
Baa3		
Speculative Grade	Not Prime	Ba1
		Ba2
		Ba3
		B1
		B2
		B3
	Caa1	
		Caa2
		Caa3
		Ca
C		

Appendice 3

ATTO

Risoluzione del Consiglio europeo relativa al patto di stabilità e di crescita (Amsterdam, 17 giugno 1997) [Gazzetta ufficiale C 236 del 02.08.1997].

Punti salienti

La presente risoluzione del Consiglio europeo costituisce il fondamento politico del patto di stabilità e di crescita (PSC). Essa fornisce agli Stati membri, al Consiglio ed alla Commissione solidi orientamenti politici per attuare il patto di stabilità e di crescita.

Gli Stati membri s'impegnano a rispettare l'obiettivo a medio termine di un saldo di bilancio vicino al pareggio o attivo. Inoltre gli Stati membri:

sono invitati a rendere pubbliche, di propria iniziativa, le raccomandazioni rivolte loro dal Consiglio;

s'impegnano ad adottare i provvedimenti correttivi di bilancio necessari per conseguire gli obiettivi dei loro programmi di stabilità o di convergenza;

procederanno senza indugio agli aggiustamenti correttivi del bilancio che ritengano necessari non appena ricevano informazioni indicanti il rischio di un disavanzo eccessivo;

correggeranno al più presto gli eventuali disavanzi eccessivi;

s'impegnano a non appellarsi al carattere eccezionale di un disavanzo conseguente ad un calo annuo del PIL inferiore al 2 %, a meno che non registrino una grave recessione (calo annuo del PIL reale di almeno lo 0,75 %).

La Commissione, da parte sua:

eserciterà il diritto d'iniziativa conferitole dal trattato così da agevolare il funzionamento rigoroso, rapido ed efficace del patto di stabilità e di crescita;

presenterà tempestivamente le relazioni, i pareri e le raccomandazioni necessari per consentire al Consiglio di adottare in tempi brevi le sue decisioni;

s'impegna a redigere una relazione quando vi sia il rischio di un disavanzo eccessivo o quando il debito pubblico previsto o effettivo superi il valore di riferimento del 3 % del PIL;

s'impegna a presentare per iscritto al Consiglio i motivi giustificativi della sua posizione quando ritenga non eccessivo un disavanzo superiore al 3 % e questo suo parere non sia consono con quello del Comitato economico e finanziario;

s'impegna ad elaborare, a richiesta del Consiglio, una raccomandazione di principio in base alla quale il Consiglio stesso deciderà se un disavanzo è eccessivo o no.

Il Consiglio s'impegna ad attuare secondo modalità sollecite e rigorose tutti gli elementi del patto di stabilità e di crescita di sua competenza. Inoltre, il Consiglio:

è vivamente invitato a considerare come termini massimi le scadenze previste per l'applicazione della procedura riguardante i disavanzi eccessivi;

è invitato a decidere sistematicamente d'infliggere sanzioni e ad applicare rigorosamente tutta la gamma delle sanzioni previste se uno Stato membro partecipante non prende i provvedimenti necessari per porre fine a una situazione di disavanzo eccessivo;

è invitato a esporre sistematicamente per iscritto i motivi giustificativi della sua decisione di non agire.

A seguito di queste constatazioni e in considerazione del dibattito sul patto di stabilità e di crescita, nel settembre 2004 la Commissione ha adottato una comunicazione sul rafforzamento della governance economica e sul chiarimento dell'attuazione del patto di stabilità e di crescita. Tale comunicazione propone una serie di possibili miglioramenti del patto stesso. La Commissione concentra la propria attenzione, in particolare, sulle evoluzioni dei fattori economici negli Stati membri e sulla sostenibilità a lungo termine delle finanze pubbliche.

In occasione del Consiglio europeo del 22 e 23 marzo , i ministri delle Finanze hanno trovato un accordo politico per una migliore gestione del patto di stabilità e di crescita.

Appendice 4

Eurosystem holdings under the expanded asset purchase programme.

Nella tabella sottostante viene riportato l'ammontare di acquisti in euro sotto gli "Asset Purchase Programmes" (APP), costituiti da i programmi: "Asset – Backed Securities Purchase Programme" (ABSPP); "Cover Bond Purchase Programme 3" (CBPP3); "Public Sector Purchase Programme" (PSPP).

	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

Book value at amortised cost in euro million, at month end.

Figura 4 Variazioni acquisizioni titoli sotto il programma di QE. Fonte: BCE Monetary Policy database

Appendix 5

ECB: Liquidity Analysis Database

Holdings by the end of month:

	Breakdown of holdings of debt securities under the PSPP as at 31 March 2015		Breakdown of holdings of debt securities under the PSPP as at 30 April 2015	
	Holdings (book value at amortised cost in eur mil.)	Weighted average remaining maturity in years	Holdings (book value at amortised cost in eur mil.)	Weighted average remaining maturity in years
Austria	1,215	7.79	2,419	7.99
Belgium	1,527	8.80	3,056	9.10
Germany	11,063	8.12	22,211	7.90
Spain	5,444	11.66	10,914	9.73
Finland	774	7.26	1,559	7.15
France	8,752	8.22	17,376	7.84
Ireland	721	9.43	1,455	9.14
Italy	7,604	9.07	15,189	8.41
Lithuania	39	6.46	122	5.22
Luxembourg	183	7.01	388	6.88
Latvia	75	6.43	252	5.93
Malta	5	10.37	58	8.47
The Netherlands	2,486	6.71	5,014	6.97
Portugal	1,073	10.96	2,157	10.77
Slovenia	209	6.33	428	7.92
Slovakia	506	9.49	1,028	9.26

Supranational	5,680	7.26	11,427	8.05
s				
Total	47,356	8.56	95,056	8.25

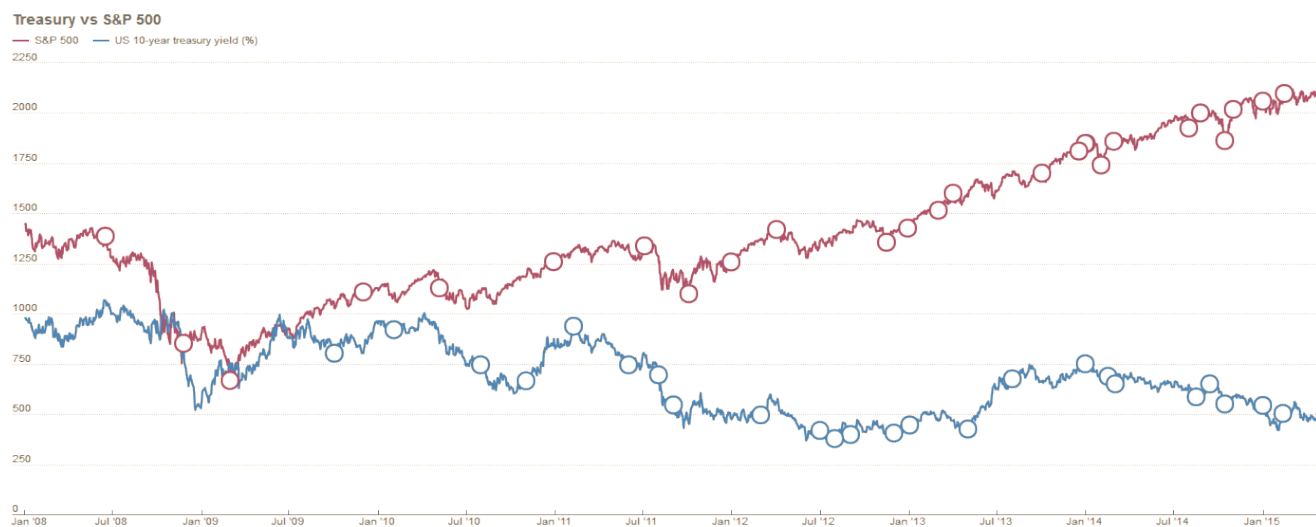
Note: When assessing the weighted average remaining maturity of Eurosystem holdings relative to a market measure, deviations could reflect inter alia the 2 to 30 year maturity range of purchases, the issue share limits taking into account holdings in other Eurosystem portfolios as well as the availability and liquidity conditions in the market during the implementation period.

Figura 5. Titoli detenuti dalla BCE registrati ogni fine del mese. Fonte: BCE Monetary Policy database

Combined with the purchases under the ABSPP and the CBPP3 the ECB achieved its monthly target of 60 bln in March.

Appendice 6

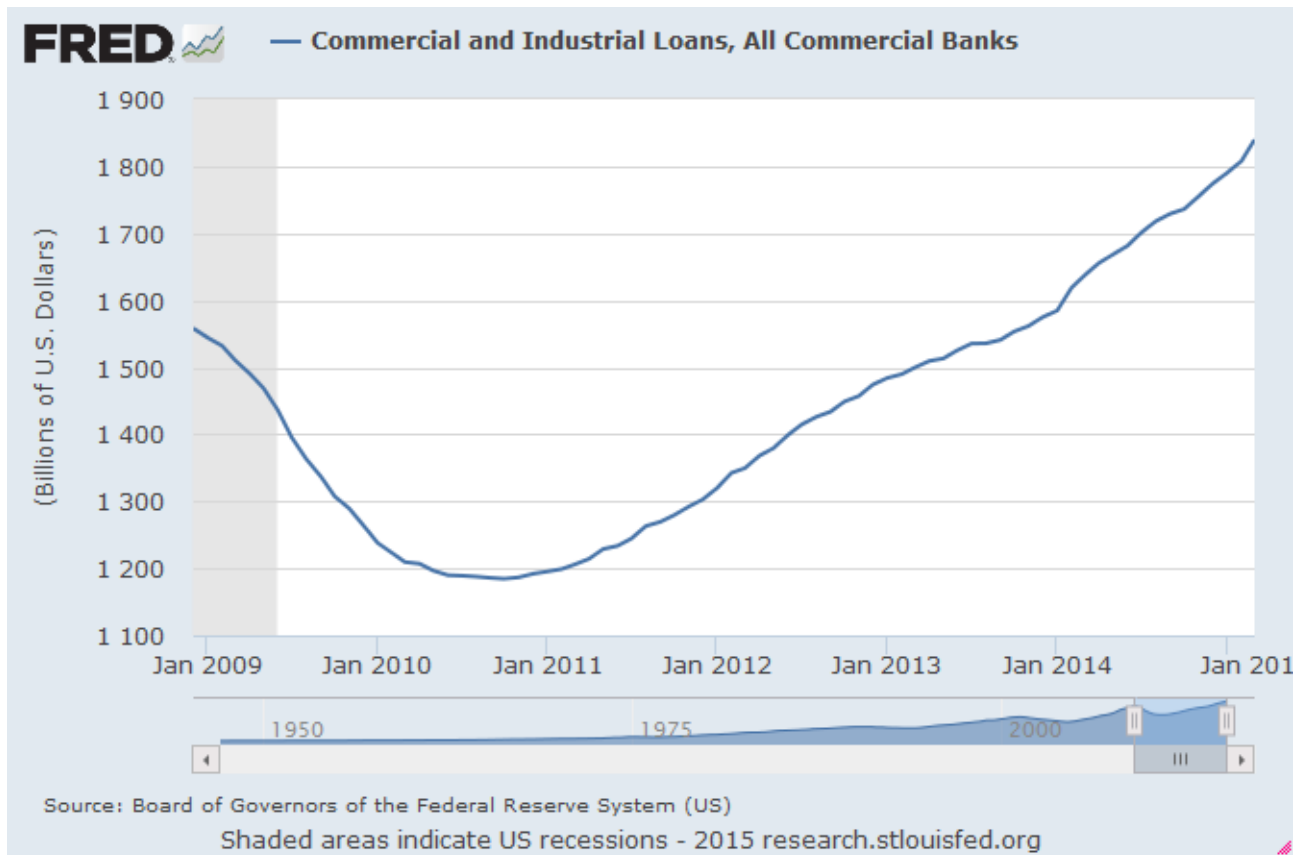
S&P500 e rendimenti dei titoli di stato dal 2008 al Gennaio 2015



Fonte: *Financial Times*

Appendice 7

Andamento della crescita dell'erogazione dei crediti da parte delle banche USA.



Fonte : FRED Economic Data. Aprile 2015