



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

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

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA & MANAGEMENT

PROVA FINALE

**"IL QUANTITATIVE EASING
COME SOLUZIONE AD UNA SITUAZIONE DI
TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA':
IL CASO EUROPEO."**

RELATORE:

CH.MO PROF. G. Brunello

LAUREANDA: Giorgia Nadalini

MATRICOLA N. 1043369

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

INDICE

ABSTRACT	5
1. I MERCATI FINANZIARI	7
1.1 DOMANDA DI MONETA	7
1.2 OFFERTA DI MONETA	8
1.3 OPERAZIONI DI MERCATO APERTO	9
1.4 TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA'	10
2. IL CASO EUROPEO	15
2.1 L'EUROPA E LE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI	15
2.2 POSSIBILI APPROCCI RISOLUTIVI	20
2.3 IL QUANTITATIVE EASING	23
3. ANALISI QUALITATIVA DEL QE	35
3.1 ASPETTI POSITIVI DEL QE	35
3.2 ASPETTI NEGATIVI DEL QE	37
3.3 PROSPETTIVE FUTURE	38
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	45
RINGRAZIAMENTI	49

INDICE DELLE FIGURE

<i>FIGURA 1 : GRAFICO DELLA DOMANDA DI MONETA</i>	8
<i>FIGURA 2 : GRAFICO DELL 'AUMENTO DELL 'OFFERTA DI MONETA</i>	9
<i>FIGURA 3 : GRAFICO DI UNA SITUAZIONE DI TRAPPOLA DELLA LIQUIDITÀ</i>	10
<i>FIGURA 4 : BANK RUN AVVENUTA IN GRECIA TRA IL 2011 E IL 2012</i>	13
<i>FIGURA 5 : GREEK BANK FOUNDING</i>	14
<i>FIGURA 6 : GRAFICO DELL 'INDICE HICP DAL 1990</i>	16
<i>FIGURA 7 : TASSO STIMATO ED EFFETTIVO TRA IL 1990 E IL 1998</i>	19
<i>FIGURA 8 : ANALISI COMPARATIVA DELL 'APP</i>	30
<i>FIGURA 9 : EFFETTI DEL QE SULL 'INFLAZIONE</i>	32
<i>FIGURA 10: EFFETTO DEL QE SUL RAPPORTO EURO-DOLLARO</i>	33
<i>FIGURA 11 : TASSI D 'INTERESSE IN AMERICA E IN DIVERSI PAESI EUROPEI</i>	39
<i>FIGURA 12 : EUROPEAN GDP IN THE SECOND QUARTER 2015</i>	41

INDICE DELLE TABELLE

<i>TABELLA 1: TASSI EURIBOR</i>	23
<i>TABELLA 2 : TABELLA RELATIVA ALL 'APP</i>	27
<i>TABELLA 3 : PSPP HOLDINGS</i>	28
<i>TABELLA 4 : PSPP HOLDINGS PER NAZIONE</i>	28
<i>TABELLA 5 : ABSPP HOLDINGS</i>	29
<i>TABELLA 6 : CBPP3 HOLDINGS</i>	29

ABSTRACT

“E’ possibile portare un cammello all’abbeveratoio, ma non lo si può costringere a bere”. L’ammonimento di Keynes ancora risuona nelle nostre menti di fronte alla fase recessiva che l’Europa si è trovata ad affrontare nell’ultimo decennio.

Lungo il mio percorso di studi mi è capitato più volte di incontrare parole come Recessione, Deflazione, Stagnazione e di studiarne il significato dal punto di vista teorico e pratico; ho avuto modo di analizzare inoltre cause e conseguenze di un fenomeno noto a tutti come Crisi Economica. Di fronte alla possibilità di approfondire un argomento in particolare ai fini della prova finale ho voluto guardare la situazione da una prospettiva un po’ diversa, concentrarmi non tanto sui Problemi ma piuttosto sulle Soluzioni proposte, anche al fine di maturare un’opinione un po’ più personale sul periodo storico che mi trovo a vivere in prima persona.

Partendo da detti propositi si è scelto di sviluppare l’analisi secondo la struttura seguente:

Nel primo capitolo si è cercato di dare un’inquadratura teorica al problema, analizzando a livello generale e piuttosto scolastico la struttura delle curve chiamate domanda e offerta di mercato, per inquadrare nello specifico il caso della “Trappola della Liquidità”.

Nel secondo capitolo si è deciso invece di spostare il focus dall’aspetto teorico ad un altro più pratico; l’accento è stato posto quindi sul momento storico nel quale l’area euro si è trovata in una situazione di crisi di liquidità, analizzando le diverse soluzioni che sono state avanzate per concentrarsi quindi su di una in particolare: il provvedimento chiamato “Quantitative Easing” introdotto dal presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi il 9 marzo 2015.

Nel terzo e ultimo capitolo sono state raccolte e analizzate diverse opinioni sugli aspetti positivi e negativi del provvedimento in questione, per cercare di rendere l’analisi il più completa possibile nonostante la vicinanza cronologica dei fatti analizzati. In conclusione sono stati riportati alcuni articoli che analizzano i più recenti dati raccolti dall’Eurostat, al fine di monitorare in maniera costante gli effetti dell’attuazione di un provvedimento di tale portata.

1. I MERCATI FINANZIARI

Al fine di inquadrare il problema da un punto di vista teorico ci si è proposto in questo primo capitolo di analizzare quantomeno a livello basilare il funzionamento dei mercati finanziari, con particolare attenzione al meccanismo di determinazione dell'equilibrio e all'influenza che la BCE può esercitare sul valore del tasso d'interesse. Il primo paragrafo sarà quindi incentrato su un'analisi di tipo teorico del concetto di domanda di moneta; il secondo paragrafo proseguirà con qualche cenno alla definizione di offerta di moneta; nel terzo paragrafo, grazie ai concetti esposti nei paragrafi precedenti si risulta pronti ad analizzare il funzionamento delle operazioni di mercato aperto; il quarto paragrafo sarà incentrato nello specifico sul fenomeno della cosiddetta "Trappola della Liquidità", cercando di identificarne le cause e i possibili approcci che sono stati adottati nel corso della storia per arginarne le conseguenze.

1.1 DOMANDA DI MONETA

In primo luogo, per quanto riguarda la determinazione della domanda di moneta, dobbiamo tenere a mente il quesito fondamentale cui il correntista viene posto di fronte giorno per giorno: meglio detenere moneta o titoli? La prima esercita un fascino non indifferente in quanto può essere utilizzata per concludere transazioni; la seconda invece porta con sé una tendenza minore alla liquidità accompagnata però da un interesse positivo calcolato sull'ammontare di circolante impegnato. Possiamo dunque dedurre che entrambe le opzioni sono riconducibili a vantaggi non indifferenti, portando i correntisti a suddividere le proprie ricchezze fra circolante e titoli secondo due variabili fondamentali:

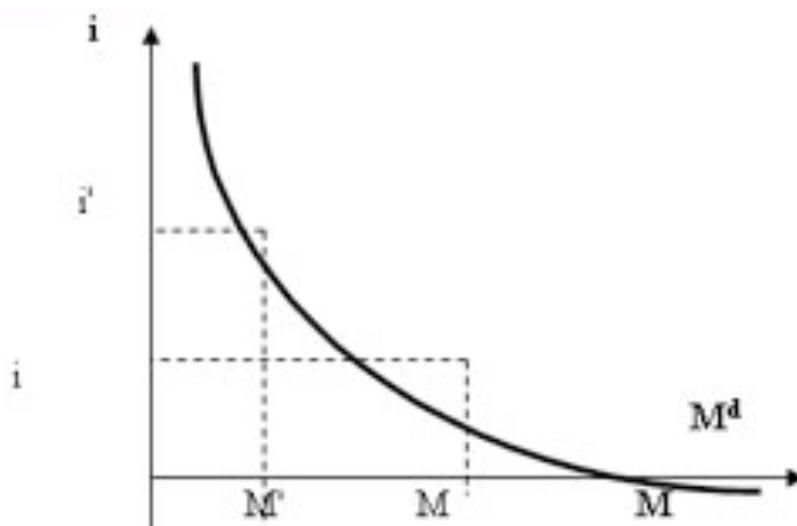
1. *Il livello delle Transazioni* poiché nessun correntista ama dover ricorrere all'intermediario ogniqualvolta decide di portare a termine una transazione. Di conseguenza all'aumentare delle transazioni la percentuale di titoli tenderà a diminuire.
2. *Il Tasso di Interesse sui titoli* poiché questo valore rappresenta il costo opportunità di detenere titoli piuttosto che moneta. L'aumento del tasso d'interesse risulterà quindi direttamente proporzionale all'aumento della propensione a detenere titoli.

E' bene ricordare come la maggior parte delle persone non possieda un intermediario di fiducia e preferisca quindi ricorrere ai "Fondi Comuni Monetari" che permettano loro di detenere titoli in maniera indiretta.

Possiamo quindi dedurre l'equazione della domanda di moneta come

$$M^d = \epsilon Y L(i).$$

FIGURA 1 : GRAFICO DELLA DOMANDA DI MONETA



(Blanchard, 2013)

1.2 OFFERTA DI MONETA

La determinazione del circolante offerto su mercato rappresenta una decisione di pertinenza della Banca Centrale, ottenendo così l'equazione dell'offerta di moneta pari a $M^S = M$.

Dall'equazione di domanda o offerta possiamo facilmente dedurre il tasso d'interesse di equilibrio, tale da indurre i correntisti a detenere tanta moneta quanta offerta dal mercato, dato il livello di reddito Y . Abbiamo così ricavato l'equazione LM, la quale deve il suo nome all'accostamento dei due termini "liquidità" e "moneta".

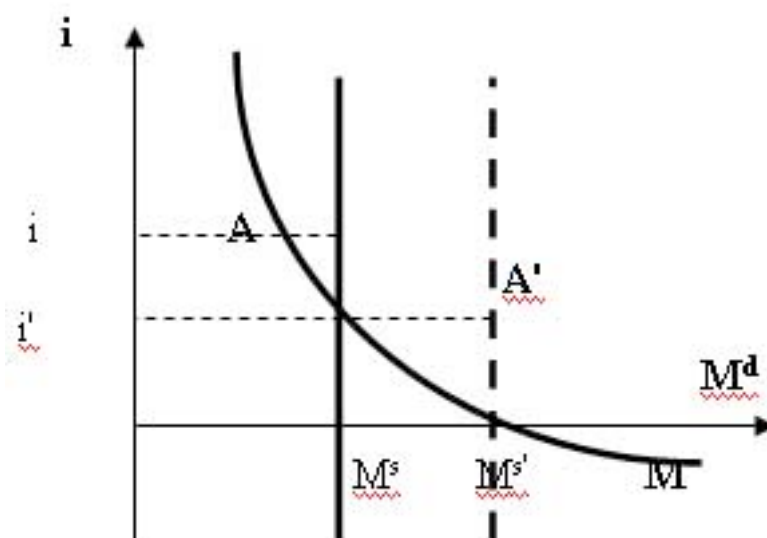
1.3 OPERAZIONI DI MERCATO APERTO

Una volta a conoscenza della struttura di base dei mercati finanziari siamo pronti ad interrogarci sul loro funzionamento; lo strumento principale col quale la Banca Centrale influenza il mercato risiede nell'acquisto o rivendita di titoli alle singole banche private. Le azioni della Banca Centrale volte all'acquisto di titoli sono definiti interventi di tipo espansivo, poiché presuppongono la creazione di nuova moneta.

Le operazioni di mercato aperto rappresentano uno strumento molto potente nelle mani della Banca Centrale, in quanto le permettono di influenzare in maniera diretta la domanda di titoli e il valore del tasso di interesse.

Consideriamo infatti un intervento di tipo espansivo: in seguito all'operazione di acquisto di titoli da parte della Banca Centrale, il prezzo dei titoli salirà automaticamente, poiché le possibilità di acquistarne uno risultano diminuite. Prezzo e rendimento del titolo sono legati da rapporto inverso, secondo il quale all'aumentare del prezzo del titolo il tasso di interesse i diminuisce. Infine aumentando e diminuendo i la Banca Centrale ottiene un effetto diretto sull'inflazione e sugli Investimenti.

FIGURA 2 : GRAFICO DELL'AUMENTO DELL'OFFERTA DI MONETA



(Blanchard, 2013)

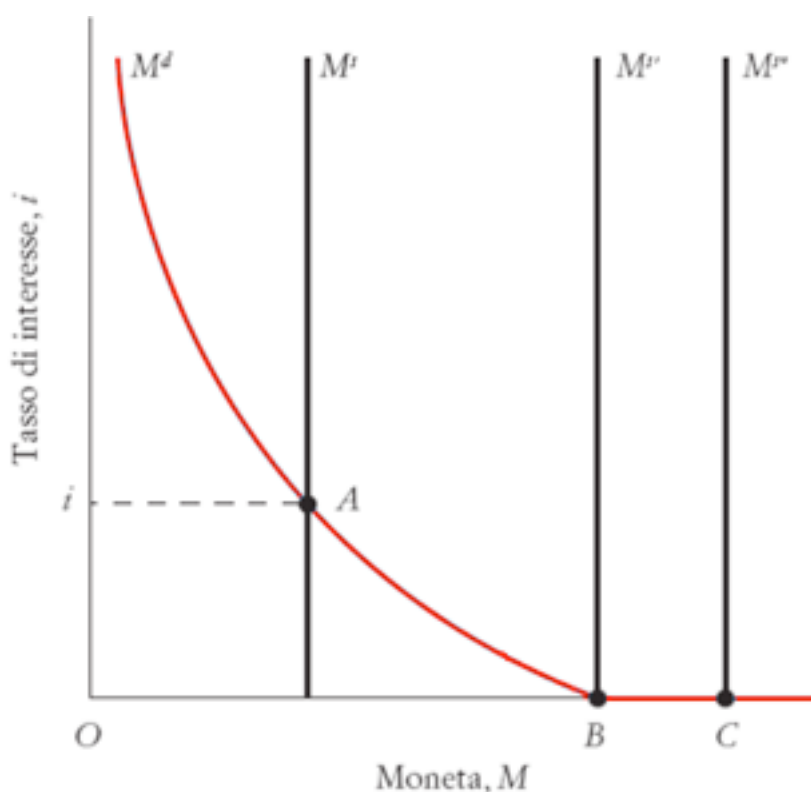
1.4 TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA'

A questo punto dell'analisi si spontaneo chiedersi se esista un limite all'influenza che la Banca Centrale può esercitare sui mercati; questo limite effettivamente esiste, ed è rappresentato dall'azzeramento del tasso d'interesse i .

La causa principale può essere individuata nella cosiddetta "deflazione inattesa", ovvero il caso di crollo del tasso di inflazione con conseguente aumento dell'onere reale del debito e contrazione della domanda aggregata. L'effetto citato, detto anche deflazione da indebitamento, avvia un circolo vizioso che porta la recessione ad un continuo aumento.

Nello specifico, di fronte alla presente situazione di recessione e crollo degli Investimenti, la Banca centrale può utilizzare l'aumento dell'offerta di moneta per cercare di dare nuovi stimoli all'economia. Il problema sorgerà quando il tasso di interesse risulterà pari a zero, poiché non sarà possibile ridurlo ulteriormente. I correntisti si trovano quindi di fronte ad un costo opportunità nullo, il che rende assolutamente indifferente detenere titoli o moneta.

FIGURA 3 : GRAFICO DI UNA SITUAZIONE DI TRAPPOLA DELLA LIQUIDITÀ



(Blanchard, 2013)

Come si può vedere dall'immagine, la domanda di moneta è diventata perfettamente elastica (congruente all'asse delle ascisse). Una volta ricaduti in questa trappola un'azione espansiva di mercato aperto si rivela completamente inefficace, poiché il tasso d'interesse non ha possibilità di diminuire ulteriormente.

Questa situazione è stata individuata per la prima volta dall'economista John Maynard Keynes (1936), nonostante al tempo lui stesso lamentasse l'assenza di un caso pratico. Egli intendeva riassumere sotto il nome di nome di "Liquidity Trap" la situazione in cui gli operatori economici, a causa delle proprie aspettative negative verso il futuro, tendano a trasformare ogni liquidità in risparmio piuttosto che investire (I) o spendere (C). Il comportamento dei correntisti può essere definito come "Animal Spirit" e risulta perfettamente razionale dal punto di vista individuale, ma dannoso dal punto di vista sociale. La trappola della liquidità è la base di una parte fondamentale della teoria keynesiana. Si tratta infatti del modo in cui l'economista inglese intende dimostrare l'inefficacia della politica monetaria come strumento per raggiungere l'obiettivo della crescita economica. Per risollevarsi da questa situazione di stallo Keynes consiglia infine di puntare sulla spesa pubblica in modo da trasformare il "risparmio ozioso" in investimenti; egli si rivela invece contrario alle politiche di tasso di interesse negativi poiché non le ritiene capaci di incidere sulla fiducia del consumatore.

A partire dal XX secolo, ciclicamente ogniqualvolta uno stato ricade in una grave crisi la situazione di Trappola della Liquidità veniva a ripresentarsi; possiamo ricordare casi come la Grande Depressione in America nel '29, la Grande Depressione in Giappone negli anni novanta e infine la crisi del '09 che ancora oggi stiamo vivendo.

Il rischio più grande che ne deriva è una situazione di completa Stagnazione Economica (come accadde in Giappone per esempio), accompagnata da una continua diminuzione dell'inflazione.

Questo fenomeno spiega la tendenza delle banche a puntare a mantenere la stabilità dei prezzi – con un tasso d'inflazione moderato ma positivo, attorno al 2 o 3% - piuttosto che puntare ad azzerare l'inflazione.

Risulta quindi possibile uscire da una situazione di stagnazione economica, a dispetto della trappola della liquidità?

Come sopra spiegato, un uso attivo della politica economica risulta assolutamente ininfluyente. Il governo sarà quindi obbligato a stimolare l'economia attraverso mezzi

alternativi, al fine di generare nuovamente inflazione. Una prima soluzione, come è avvenuto inizialmente in Giappone durante il secolo scorso, è l'utilizzo della spesa pubblica: sostituendo l'investimento pubblico all'assente investimento privato si punta a stimolare la domanda aggregata. Una seconda azione di stampo molto simile può essere il tentativo di stimolare l'investimento privato attraverso la riduzione delle imposte. I due provvedimenti hanno però durata temporanea, salvo un repentino risveglio del mercato interno, poiché le risorse del governo sono di natura limitata. Una seconda soluzione, molto più difficile da attuare a causa dei tempi più lunghi e dell'impopolarità che la accompagna, è una completa razionalizzazione del sistema. In questo modo si punta a risultati più a lungo termine e ad un'azione sulle aspettative dell'utente al fine di stimolare l'inflazione attraverso l'inflazione attesa.

La cosiddetta "terza via", ovvero la soluzione alternativa alla quale sono ricorse successivamente la FED, il Giappone e recentemente anche la Bank of England è il cosiddetto sistema del "Quantitative Easing" o "Alleggerimento Quantitativo". Argomento centrale di questo trattato, si tratta di una soluzione adottata negli ultimi mesi dal presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi, non senza svariate riserve e tentennamenti. Approfondiremo meglio la natura e gli effetti di tale procedimento nei prossimi capitoli.

In una situazione di recessione il rapporto fra la Banca Centrale e le singole banche, singoli enti appartenenti al gruppo Intermediari Finanziari, risulta cruciale. La peculiarità principale delle banche è individuabile nel fatto che la porzione principale delle loro passività siano rappresentate da moneta, ovvero dai depositi ricevuti dai diversi correntisti. Parte di questi depositi sarà devoluta alla formazione di alcune Riserve che i singoli enti sono per legge obbligati a detenere. Questa legislazione è stata recentemente introdotta al fine di evitare che una "corsa agli sportelli" potesse mandare in fallimento un'intera banca per mancanza di liquidità.

Il fenomeno della cosiddetta *corsa agli sportelli* (in inglese "Bank Run") può in ogni caso rivelarsi molto pericoloso anche per una banca in ottime condizioni, caratterizzata da un portafoglio di prestiti efficiente. Consideriamo infatti il caso in cui all'interno di un dato territorio due delle maggiori banche stiano attraversando un periodo di gravi difficoltà finanziarie; i correntisti, per timore di non rivedere mai più il loro denaro accorreranno a ritirare i loro depositi dalle banche in questione, aggravando ancora di più la condizione degli intermediari finanziari in questione.

Mettiamo ora che nel detto territorio sia presente una terza banca, operante nello stesso settore; i correntisti di quest'ultima, spaventati dalla crisi generata che sta colpendo il settore, correranno a chiedere indietro i loro depositi, nonostante la banca in questione non abbia manifestato fino a quel momento alcun segno di crisi. Come appare evidente, il timore del fallimento rappresenta una minaccia ancor più temibile del fallimento stesso, in particolare per enti quali gli Istituti di Credito. Con l'introduzione delle Assicurazioni e delle Riserve Obbligatorie le banche stanno cercando di mettersi al riparo da questi rischi.

Una problematica di questo tipo non potrebbe mai toccare enti paragonabili alla Banca Centrale Europea. Organizzazioni di questo tipo infatti, grazie alla capacità di stampare moneta e di autogestire il proprio bilancio, hanno sempre a portata di mano la cosiddetta "soluzione in extremis".

Riportiamo ora ad esempio di tale fenomeno il grafico della Bank Run avvenuta in Grecia tra il 2011 e il 2012

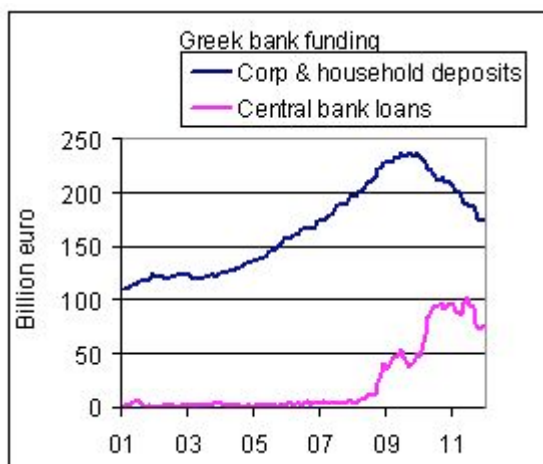
FIGURA 4 : BANK RUN AVVENUTA IN GRECIA TRA IL 2011 E IL 2012



(The Economist, 2012)

Dal secondo grafico sottostante appare invece chiaro, secondo il quotidiano The Economist, come “Household and corporate deposits in the Greek banking system have shrunk by 27% since September, 2009” (G.I. Whashington D.C., 2012)

FIGURA 5 : GREEK BANK FUNDING



(The Economist, 2012)

2. IL CASO EUROPEO

Un provvedimento come l'Alleggerimento Quantitativo non può di certo essere definito una novità. Nonostante questo si è preferito incentrare l'analisi sulla versione introdotta da Mario Draghi in Europa nel marzo del 2015. Le ragioni della scelta risiedono nella novità assoluta del provvedimento (circa sei mesi) e ancora di più nel protagonismo del luogo in cui è vivo in tale provvedimento.

Il capitolo che segue sarà quindi dedicato ad una breve introduzione sulle dinamiche europee che hanno influenzato e accompagnato la scelta del presidente Draghi, con particolare attenzione alla Regola di Taylor; per quanto riguarda il secondo paragrafo, sarà dedicata particolare attenzione alle soluzioni alternative che hanno anticipato la manovra di Draghi; il paragrafo finale del capitolo sarà invece interamente composto da una descrizione il più dettagliato possibile del Quantitative Easing: le sue dimensioni, i suoi obiettivi, le condizioni e infine i titoli compresi dalla manovra.

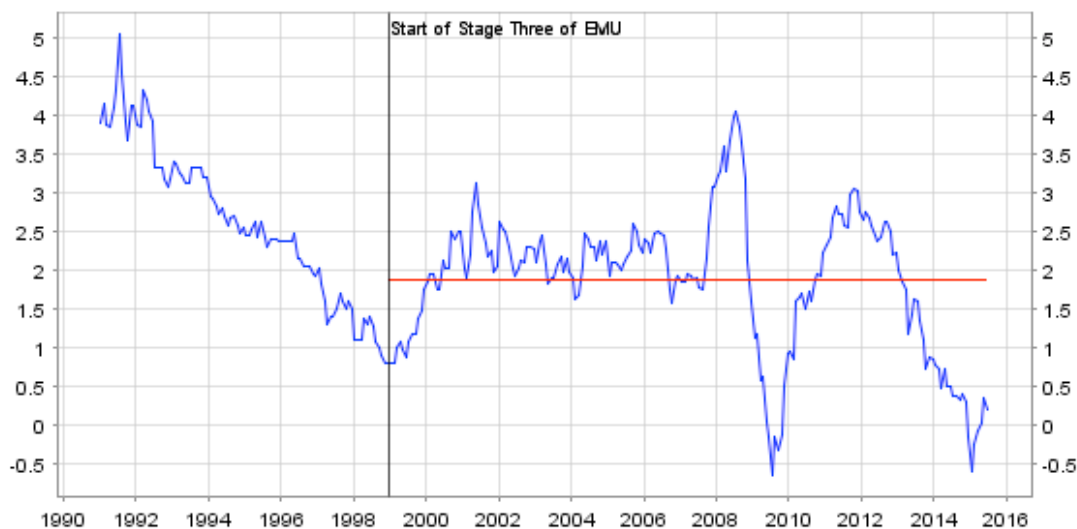
2.1 L'EUROPA E LE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI

Alla vigilia della crisi finanziaria del 2008, gli studi di politica monetaria internazionale erano considerati ampi e consolidati. L'obiettivo principale consisteva nel raggiungere e mantenere l'inflazione stabile, attraverso l'utilizzo e il controllo dei tassi a breve. La BCE mira infatti a mantenere il tasso d'inflazione al di sotto ma comunque vicino al 2% sul medio periodo.

L'inflazione descrive un generale aumento dei prezzi dei beni di consumo, e viene misurata tramite l'indice HICP (Harmonised Index of Consumer Prices).

Nel grafico sottostante, la linea blu rappresenta l'indice HICP mentre la linea rossa evidenzia l'inflazione media dal 1999.

FIGURA 6 : GRAFICO DELL'INDICE HICP DAL 1990



(ECB Statistical Data Warehouse, 2015)

Nello specifico, la BCE arrivava ad influenzare il tasso i grazie ad operazioni di mercato aperto basate sullo stanziamento di fondi alle singole banche nazionali in cambio di titoli di stato da esse stesse erogati. La politica monetaria così descritta si basa sulla cosiddetta “Regola di Taylor”.

Per “Regola di Taylor” intendiamo un’equazione ideata dall’attuale professore di Stanford John B. Taylor, il quale ha inoltre partecipato al governo di George Bush in qualità di sottosegretario del tesoro americano, per descrivere in maniera molto semplice alcuni principi di politica monetaria. Qui il tasso d’interesse compare come **variabile dipendente**, mentre il reddito nazionale e l’inflazione compaiono come regressori.

Il professore di Stanford parte dall’evidenza empirica e ne ricava una legge matematica usata tuttora per descrivere alcuni comportamenti di politica economica; secondo Taylor in particolare la politica dei bassi tassi d’interesse ha favorito tra il 2002 e il 2005 un incremento dell’inflazione e dell’indebitamento, creando poi un’anticamera per bolle speculative e crisi degli anni a seguire. Al contrario nel periodo corrente, concordando con altri esponenti di spicco della letteratura economica come Krugman, risulta preferibile tenere il valore di i in prossimità dello zero.

“Mr. Taylor unequivocally claimed that had the Federal Reserve from 2003-2005 kept short-term interest rates at the levels implied by his "Taylor Rule," it would have prevented this housing boom and bust. This notion has been cited and repeated so often that it has taken on the aura of conventional wisdom.” (Greenspan, 2009).

Cerchiamo ora di capire da un punto di vista teorico una legge che ha rappresentato la base delle politiche monetarie statunitensi, arrivando poi ad influenzare anche le sorelle europee; l'impronta dell'analisi di Taylor, in particolare le basi teoriche della sua analisi, possono essere facilmente ricondotte al filone neoclassico di Solow. Per ricordarne i punti principali, sussiste una netta distinzione fra breve periodo e lungo periodo; durante il lungo periodo infatti, la politica monetaria risulta neutrale a causa dell'assenza di trade-off tra inflazione e disoccupazione. Nel breve periodo al contrario i prezzi risultano temporaneamente rigidi, causando asimmetrie e fluttuazioni dei valori che tendono quindi a discostarsi dall'equilibrio. L'entità delle fluttuazioni dipende dalle aspettative sull'inflazione e dalle scelte di politica monetaria. Quest'ultima risulta quindi essere lo strumento principale per agire sulle dinamiche in questione, usando come strumento principale il tasso d'interesse; su quest'ultima affermazione si basa il ragionamento di Taylor e il cosiddetto modello del New Consensus, una revisione in chiave moderna della teoria di Solow.

Da un punto di vista puramente matematico la Regola di Taylor può essere derivata dalle seguenti equazioni:

(1) $f(k) = W/P + (1+r)k$ per descrivere la tecnologia di produzione

(2) $f'(k) = 1+r$ conseguentemente all'ipotesi di concorrenza perfetta, lavoro e capitale vengono remunerati secondo la produttività marginale

(3) $sf(k) = (1+g_n)k + z$ a testimonianza dell'equilibrio fra reddito prodotto e spesa

Tramite queste tre equazioni possiamo descrivere il modello di Solow e ricavarne i valori di equilibrio "naturale" r^* e Y^* , etc. Per descrivere ora le fluttuazioni temporanee del breve periodo introduciamo la variabile g che descrive la variazione percentuale del reddito dal suo valore naturale essendo $g = (Y - Y^*)/Y^*$. Ci ritroviamo quindi a conoscenza di tutte le variabili necessarie per introdurre la Taylor Rule: il banchiere calcolerà infatti il valore di i in base al valore percentuale di g e allo scostamento dell'inflazione corrente dal suo valore obiettivo. La formulazione generale della formula sarà quindi la seguente:

$$(4) \quad i - \pi = r^* + \theta(\pi - \pi^T) + \lambda g$$

Alla luce dell'equazione sopra citata risulta chiaro il meccanismo d'azione suggerito da Taylor e Krugman: qualora il valore dell'inflazione risulti al di sopra del valore obiettivo, la banca centrale tenderà a fissare il tasso d'interesse nominale al netto dell'inflazione con un valore superiore al tasso d'interesse reale naturale. Al contrario, una volta che l'inflazione risulti pari al valore obiettivo e g risulti nullo, la banca centrale sarà portata a fissare il valore i pari a quello del tasso d'interesse reale.

Per concludere con una versione semplificata del modello New Consensus ci basterà aggiungere alle quattro equazioni citate altre due relazioni matematiche note come “curva IS” e “curva di Phillips” che permettono l'una grazie all'altra di determinare il saggio di variazione dell'inflazione

$$(4) \quad g = g_0 - \beta(i - \pi)$$

$$(5) \quad \Delta\pi = \phi g$$

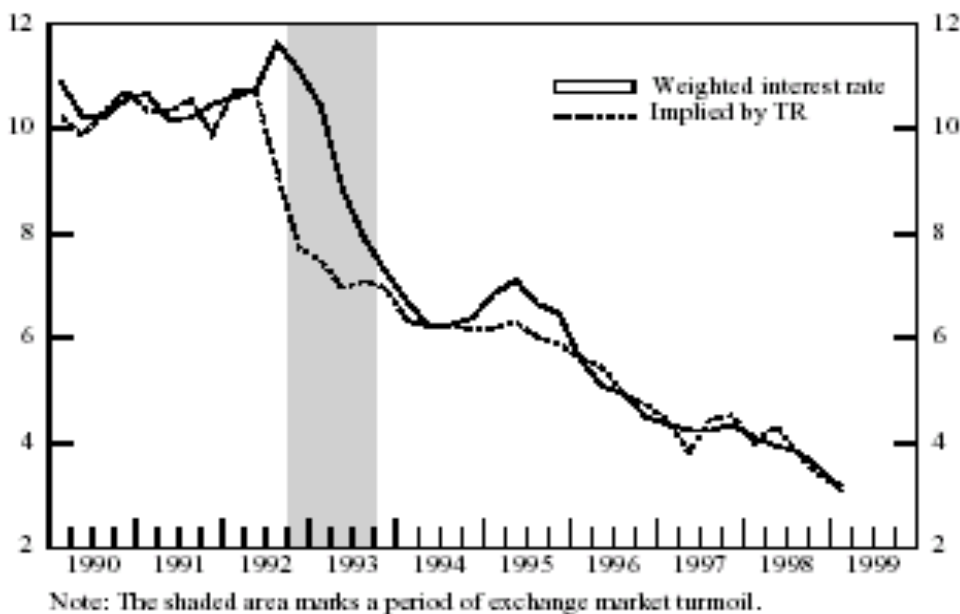
Scendendo nello specifico del caso americano, Taylor individua precisi valori da attribuire ai diversi parametri. Lo scopo è infatti derivare un'analisi positiva della politica monetaria della Fed

$$i_t = \pi_t + r^* + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t)$$

I valori sopra indicati derivano da diversi test di correlazione condotti dalla banca centrale statunitense, ma sono stati in seguito rivisitati in chiave normativa e non più solo positiva: al fine di ottenere migliori prestazioni in termini di stabilità dei prezzi e del reddito, il banchiere centrale dovrebbe sempre determinare i tassi d'interesse in conformità con l'equazione stimata (Brancaccio e Fontana, 2012).

Riportiamo a esempio il tasso di riferimento medio nel periodo 1990-98 nei paesi dell'area dell'Euro: tasso effettivo e tasso previsto dalla regola di Taylor. Ad eccezione del 1993 le previsioni ottenute applicando il principio di Taylor risultano aderenti al tasso effettivo registrato.

FIGURA 7 : TASSO STIMATO ED EFFETTIVO TRA IL 1990 E IL 1998



(Gerlach e Schnabel, 2000)

E' bene ricordare come la Regola di Taylor non sia in alcun modo esente da critiche; alcuni studiosi hanno avanzato più volte ipotesi contrarie riguardo l'assenza di un preciso nesso causale tra tassi d'interesse e domanda aggregata (Critica della teoria neoclassica del capitale). Il cuore di queste obiezioni risiede nelle radici semplificatorie della teoria neoclassica, come ad esempio l'ipotesi inverosimile dell'esistenza di un sistema ad un unico bene.

Si tenga presente che si tratta di un'equazione redatta da Taylor ai fini di attuare il provvedimento del QE sul caso americano. Al fine di applicarla in altri contesti risulterebbe quindi necessario adattare alcuni indici.

La crisi finanziaria (secondo le parole di Joyce, Miles, Scott e Voyanos) rappresenta una delle tante conseguenze della Recessione iniziata negli anni '30. Durante detto periodo storico vennero a galla dinamiche economiche che la politica monetaria basata sulla Regola di Taylor non aveva modo di far fronte. Il difetto principale deriva dal fatto che, nonostante arrivi a stabilizzare e controllare l'inflazione, le politiche economiche in questione non riescono a prevenire e neutralizzare le Bolle Speculative.

Alla luce delle conseguenze dell'ultima crisi si è deciso di cambiare rotta e indirizzare le politiche monetarie più verso il mantenimento della stabilità finanziaria piuttosto che concentrarsi solo sul contenimento dell'inflazione.

2.2 POSSIBILI APPROCCI RISOLUTIVI

La prima cosa che risulta necessaria di fronte ad una crisi di questa portata risulta essere quello di stimolare l'economia al fine di farla uscire dalla depressione. Non si tratta di un compito semplice, visto e considerata l'inefficacia delle politiche monetarie espansive (come affrontato nel capitolo I).

In secondo luogo un completo risanamento delle istituzioni finanziarie è richiesto a gran voce, in particolare di fronte all'insolvenza delle singole banche schiacciate sotto il peso della crisi. L'economia infatti si trova a non sapere a quale istituto di credito rivolgersi, poiché nessuno di loro accetta più di concedere prestiti ai privati. Questa situazione non fa che peggiorare la dinamica economica di depressione e stagnazione in cui non solo l'Europa ma quasi totalità delle cosiddette economie sviluppate verteva al tempo.

La situazione si profilava dunque come critica; elenchiamo qui i possibili approcci risolutivi presi in esame dalla dottrina e dagli enti bancari internazionali, nel tentativo di trovare una soluzione appropriata.

I possibili approcci risolutivi di stampo scolastico sono i seguenti:

- Politica Monetaria che consista nell'aumentare l'offerta di moneta, il cui effetto si rivela pressoché nullo con l'avvicinarsi del valore di i alla soglia dello zero.
- Politica Fiscale volta a favorire gli Investimenti. Per raggiungere il suo scopo lo stato può scegliere di diminuire la pressione fiscale (favorendo gli investimenti privati) oppure di aumentare la spesa pubblica (sostituendo in questo modo l'investimento pubblico a quello privato).
- Razionalizzazione del sistema, volta ad agire in maniera diretta sulle aspettative di inflazione, e generare inflazione reale in seguito al cambiamento delle aspettative.

Ognuno di essi comporta qualche svantaggio. Ci limiteremo a elencarne i principali, i quali hanno determinato per gli economisti il principale stimolo verso la ricerca di soluzioni alternative:

- ✓ Scarsa o nulla efficacia di fronte all'impossibilità di spingere i tassi d'interesse al di sotto dello zero.

- ✓ Efficacia limitata nel tempo. I fondi statali, in particolare durante periodi di crisi come quello che l'Europa si è trovata a fronteggiare durante gli ultimi anni, hanno portata limitata.
- ✓ Tempistiche piuttosto lente. Il risanamento delle istituzioni rappresenta senza dubbio la soluzione più efficace tra tutte quelle che verranno citate nel presente trattato. Il problema principale di tale via d'uscita è però rappresentato dalle lunghe tempistiche di attuazione; agire su organismi complessi come gli enti pubblici e bancari richiede diversi anni, tempo nel quale la depressione economica rischierebbe di infliggere alla popolazione un numero di danni molto elevato.

Una strada alternativa identificata dai maggiori enti finanziari è stata definita “**Unconventional Monetary Policy**”, per il suo stampo prettamente diverso dalle precedenti. Si tratta infatti di introdurre politiche monetarie mai contemplate in passato; alla luce degli recenti insuccessi gli economisti del nuovo secolo hanno deciso di optare per un deciso cambio di rotta. Porteremo ora alcuni esempi per poi approfondire le politiche che più ci toccano da vicino.

Un primo esempio di Unconventional Monetary Policy risiede nella decisione di portare i tassi d'interesse a un valore negativo, com'è accaduto per esempio in Europa ad opera della Banca Centrale Europea, o di riflesso in Danimarca al fine di continuare a perseguire una politica di cambi fissi.

“Imagine a bank that pays negative interest. Depositors are actually charged to keep their money in an account. Crazy as it sounds, several of Europe's central banks have cut key interest rates below zero.” (Jana Randow for Bloomberg Business. April 13th 2015).

Più nel dettaglio, all'interno dell'Eurozona i bond con tasso negativo ammontano a circa 1500 milioni di euro. A questi si aggiungono poi cinquantacinque miliardi di bond svizzeri, quaranta miliardi di titoli danesi e quattordici miliardi della Svezia. Spostando lo sguardo un po' più a destra riusciremo ad intravedere come anche in Giappone i bond negativi siano presenti per 1600 miliardi.

A livello mondiale quindi, i bond a tasso di interesse negativo costituiscono il 16% del totale degli investimenti in titoli pubblici, un dato non proprio indifferente.

A questo punto viene spontaneo chiedersi per quale motivo gli investitori dovrebbero essere portati ad investire in un bond in perdita? Il guadagno per le banche centrali ci appare infatti chiaro, grazie alla conseguente possibilità di aumentare la base monetaria. Gli investitori sono invece guidati da ben altri interessi:

- i. Se le aspettative di deflazione fossero confermate, e i prezzi scendessero ulteriormente, tassi nominali negative si tradurrebbero in ogni caso in un guadagno. In un'epoca dove i tassi d'interesse e di conseguenza anche i guadagni rasentano lo zero si tratta di un'opzione da tenere in considerazione.
- ii. La speculazione sull'apprezzamento delle valute.
- iii. La repressione finanziaria, situazione nella quale risulta più favorevole detenere titoli rispetto a detenere liquidità.
- iv. Comprare un titolo in perdita potrebbe facilmente tradursi in un guadagno se le nostre aspettative di apprezzamento del titolo risultassero corrette.
- v. I bond a valuta negativa giocano un ruolo centrale negli Etf, ovvero i fondi a gestione passiva. Nello specifico, si tratta di Exchange Traded Fund, dunque di fondi d'investimento caratterizzati in primo luogo per essere negoziati in Banca come fossero azioni, e in secondo luogo per avere come unico obiettivo di replicare l'indice cui si riferiscono (benchmark), non di batterlo. Si tratta dunque di prodotto finanziario in grado di riassumere i punti di forza di un fondo, ovvero la possibilità di diversificare e conseguentemente ridurre il rischio, e di un'azione, ovvero la flessibilità e la trasparenza informativa della negoziazione.

Ecco spiegato dunque come i tassi d'interesse negativi possano rappresentare una misura di una qualche efficacia. Essa però ha un effetto di breve termine; i tassi d'interesse non si possono infatti spingere troppo sotto lo zero, e risultare ancora efficaci.

Questo si qualifica come uno dei motivi per i quali la politica dei tassi d'interesse negativi si sia dimostrata inadeguata all'entità della crisi in Europa.

Riportiamo qui la Tabella dei Tassi Euribor con differenti periodi.

TABELLA 1: TASSI EURIBOR

	10/7/15	9/7/15	8/7/15
1 Mese	-0,071%	-0,071%	-0,071%
3 Mesi	-0,018%	-0,018%	-0,018%
6 Mesi	0,049%	0,049%	0,049%
12 Mesi	0,164%	0,0163%	0,164%

(Euribor-rates.eu, July the 12th 2015)

2.3 IL QUANTITATIVE EASING

Il 9 marzo 2015 la BCE dà il via al suo programma di acquisto di titoli pubblici e privati per un valore totale di 60 miliardi di euro ogni mese. La procedura continuerà in maniera indicativa fino a Settembre 2016. Mario Draghi è un iniziatore tardivo, in quanto è stato preceduto dal Giappone agli inizi dell'anno 2000, dalla FED e dalla Bank of England all'indomani della crisi del 2008. Diversi paesi ma un unico obiettivo: cercare di sfuggire la deflazione, far tornare l'inflazione ad un valore positivo e cercare di rilanciare in qualche modo gli investimenti privati; un'impresa non semplice, considerato il livello di stagnazione registrato dalle economie europee nell'ultimo decennio.

La struttura del Quantitative Easing è la seguente: la Banca Centrale Europea si impegna ad aumentare la base mensile di acquisto di titoli garantiti dai 14 miliardi di euro precedentemente assegnati fino a 60 miliardi di euro, con una sostanziale differenza; l'acquisto infatti non sarà più mirato solo a titoli garantiti ma includerà bensì in aggiunta anche titoli provenienti dal settore privato. In questo modo l'accesso al finanziamento da parte di famiglie e imprese risulterà meno costoso, poiché forti della liquidità ricevuta gli enti creditizi dovrebbero a livello teorico essere più propensi a "reindirizzarla" verso l'economia reale; la banca centrale sta cercando in questo modo

di sostenere investimenti e consumi, mirando in ultima analisi a stimolare i tassi di inflazione. Per quanto riguarda il tipo di titoli in oggetto, è previsto l'acquisto di titoli a tasso d'interesse negativo, ma solo se questo assuma un valore maggiore di meno 0,2% (minimo imposto dalla BCE sui propri titoli). La Germania infatti si trova a possedere un ammontare ingente di titoli a scadenza quinquennale con tassi di interesse negativo, e con lei molti altri paesi europei.

Il fine ultimo di Mario Draghi è quello di portare l'inflazione fino alla soglia del 2%; il governatore della BCE ha affermato di conseguenza che non intende fermare il QE se non in prossimità di detto obiettivo. (The Economist, Gennaio 2015)

Per ottenere il voto favorevole da parte dei tedeschi, la BCE ha prestato particolare attenzione al trattamento di possibili perdite; in primo luogo, Draghi ha dovuto cedere alle pressioni del presidente della Bundesbank sull'esclusione dall'acquisto dei bond appartenenti ai paesi più a rischio dell'Unione. Ogni qualvolta infatti la Banca centrale Europea decida di prestare fare un prestito alle banche nazionali il rischio di eventuali perdite viene suddiviso fra i Paesi che aderiscono a tale provvedimento. Il criterio di tale suddivisione si basa su alcune "capital keys", una sorta d'indici che riflettono il peso economico e demografico di tali paesi nell'area euro. Per citare un esempio preso dal quotidiano "The Economist", la Bundesbank ha un peso del 26% nel provvedimento del QE, laddove la Banca d'Italia si limita al 17,5%. Una simile ripartizione era già stata vista durante l'acquisto di bonds italiani e greci per mezzo del Securities Markets Programme, tra gli anni 2010 e 2012. Le preoccupazioni del cancelliere Merkel possono forse apparirci un po' più giustificate, se si riflette sul fatto che la Germania possiede attualmente più di un quarto del debito greco.

La ripartizione del rischio di un provvedimento come il Quantitative Easing presenta d'altro canto alcune peculiarità: pur mantenendo il criterio delle "capital keys" la condivisione del rischio viene notevolmente limitata. La fondamentale differenza risiede nel fatto che le banche nazionali dei 19 paesi aderenti, che insieme con la BCE costituiscono l'Eurosystem, acquisteranno i titoli provenienti dal loro stesso paese e faranno fronte in prima persona alle loro stesse perdite. Il possibile pagamento extra causato dal default di un paese diverso dal proprio è quindi circoscritto a:

- 8% sul totale, costituito dai titoli di debito pubblico acquistati in prima persona dalla Banca Centrale Europea.
- 12% sul totale, costituito dai bonds emessi dalle diverse istituzioni europee.

In questo modo la ripartizione del rischio è limitata ad un 20% totale, compromesso che ha permesso la conquista del voto favorevole dei rappresentanti tedeschi.

La BCE ha inoltre imposto quattro fattori per determinare la possibilità di ogni singolo Stato dell'Unione di aderire o meno al progetto QE, e beneficiare quindi di una parte dei 60 miliardi messi a disposizione ogni mese:

- 1) La BCE non acquista titoli con scadenza inferiore ai due anni.
- 2) La BCE non acquista titoli per un ammontare superiore al 25% della singola emissione.
- 3) La BCE non acquista titoli di Paesi nei quali detiene almeno il 33% del debito emesso in bond con scadenza superiore a due anni.
- 4) La BCE non acquista titoli di quei Paesi caratterizzati da un rating inferiore al grado "investment grade" che non siano sotto tutela di un programma di protezione riconducibile all'Ue, al Fmi o alla Bce stessa. (Sole24ore, 2015)

Per riportare un esempio molto discusso nell'ultimo periodo, la Grecia non arriva a beneficiare del QE in quanto non rispetta il terzo criterio; all'interno del bilancio della BCE sono contenuti bond a scadenza superiore ai due anni che rappresentano più del 33% del debito. Il debito pubblico greco detenuto dalla Bce ammonta infatti al 37% del debito totale. Senza contare i Treasury Bill in quanto esclusi dal calcolo del QE, il debito greco ammonta a 66 miliardi totali, di cui 25 miliardi sono detenuti dalla BCE. Più nello specifico, nello stato patrimoniale della banca possiamo individuare 19,8 miliardi relativi alle operazioni di Smp (Security Market Programme) e 5,4 miliardi relativi al programma Anfa (Agreement on net financial assets). La situazione però si trova ora in una fase di continua evoluzione, e non soltanto a causa dei recenti sviluppi politici in terra ellenica. Tra i mesi di luglio e agosto infatti andranno in scadenza ben 5 miliardi dei titoli di debito detenuti a Francoforte; in questo modo dal punto di vista puramente tecnico la Grecia risulterebbe avere tutte le carte in regola per accedere al programma di finanziamento introdotto a marzo da Draghi. Non bisogna dimenticare però che i numeri non bastano: per accedere ad un programma di finanziamento di tale portata il governo greco dovrebbe dimostrare il proprio impegno in programma di sviluppo mirato. Visto il mancato pagamento della trince da 1,5 miliardi di euro in scadenza il 30 Giugno 2015 e il risultato del recente referendum indetto dal presidente del governo greco Tsipras, prevedere gli sviluppi futuri in materia di QE risulta particolarmente complesso.

Riportiamo ora l'opinione dell'executive board della banca centrale europea Benoît Cœuré pubblicata sul noto quotidiano greco Kathimerini, diffuso sia in Grecia sia in versione inglese negli Stati Uniti, sull'esclusione dello stato ellenico dai fondi del QE.

“ While the rest of the euro area is already benefiting from quantitative easing, Greece is totally isolated from this development. Doesn't this undermine the long-term growth prospects of Greece and consequently the possibility of reducing unemployment faster? What can the ECB do about it?

It is true that one consequence of the policy uncertainty currently prevailing in Greece is that the economy is benefiting less than it could from the cyclical rise in demand in the euro area, which our monetary policy is facilitating with visible effects. This is unfortunate for growth and employment in the near term, and one more reason to wish that this period of uncertainty is brought to an end as soon as possible. As regards long-term growth, let me clarify, however, that our asset purchase programme can do little to lift long-term growth, in Greece or in any other euro area country. Our policy is aimed at bringing euro area inflation back to levels below but close to 2%. It can engineer a cyclical recovery, not a long-lasting one. Long-term growth is driven by the capacity to innovate and to efficiently allocate capital and labour, which hinges on reforms undertaken by governments.

Why aren't we currently buying Greek bonds? For their bonds to be eligible for the ECB's asset purchase programme, euro area countries need to have a sufficiently high credit rating. This requirement can be waived only if an EU-IMF programme has been implemented and successfully reviewed, which is not the case today in Greece.”
(BCE website, 2015)

Con queste parole Couré evidenzia chiaramente i motivi dell'esclusione della Grecia dal provvedimento in questione; in secondo luogo, egli sottolinea l'efficacia di tale provvedimento solo nel breve termine. Uno sviluppo durevole nel lungo periodo, dice, può derivare soltanto da interventi strutturali di ben diversa portata.

Nonostante la sua esclusione dal QE, la Grecia sta all'oggi beneficiando di una tipologia diversa di finanziamento europeo, chiamata ELA (Emergency Liquidity Assistance). Si tratta di un'opzione alternativa alle operazioni di mercato aperto a disposizione delle banche centrali per infondere liquidità nel sistema. L'ELA viene erogato dalle Banche Centrali Nazionali, le quali però sono tenute a informare Francoforte al più tardi entro due giorni dall'erogazione del prestito. Il consiglio

direttivo della BCE ha il potere ultimo di limitare queste operazioni qualora le ritenga a rischio di interferire con le politiche e gli obiettivi dell'Eurosistema. Secondo la già citata intervista apparsa su Kathimerini negli ultimi giorni di aprile 2015 la Grecia era stimata beneficiare di 110 miliardi di euro di liquidità emessa in via d'emergenza dalla Banca Centrale Nazionale, supportando circa il 61% del PIL Greco. (Coeuré, Aprile 2015)

Il programma di acquisto contenuto nel provvedimento di “alleggerimento quantitativo”, chiamato Expanded Asset Purchase Program (APP), è indirizzato verso tre diverse tipologie di titoli; riportiamo qui in seguito la tabella relativa ai dati dei primi due mesi in seguito all'introduzione del provvedimento.

TABELLA 2 : TABELLA RELATIVA ALL'APP

	ABSPP	CBPP3	PSPP	APP
April 2015	5,785	75,075	95,056	
May 2015	7,212	85,108	146,679	
Change from the previous month	1,427	10,038	51,623	63,088

I valori sono espressi in milioni di euro. (BCE website, 2015)

Scendendo nei dettagli, per quanto riguarda le singole tipologie di titoli possiamo ricordare:

- **PSPP (Public Sector Purchase Programme)**: nominal and inflation-linked covered bonds e bond emessi da “recognised agencies” per l'88% del budget, da “international organizations and multilateral development banks located in the euro area” per il restante 12%.

TABELLA 3 : PSPP HOLDINGS

	PSPP holdings (amortized cost)
Euro mil.	193,900
Date	26 Giugno 2015

(BCE website, 2015)

TABELLA 4 : PSPP HOLDINGS PER NAZIONE

	PSPP holdings (book value at amortized costs in euro billions)	Weighted average remaining maturity in years
Austria	3733	7.84
Belgium	4713	9.13
Germany	34355	7.11
Spain	16823	9.71
Finland	2401	7.16
France	26861	7.83
Ireland	2230	9.61
Italy	23417	8.68
Lithuania	245	6.11
Luxemburg	472	6.71
Latvia	458	6.3
Malta	143	11.05
The Netherlands	7681	6.85
Portugal	3331	10.84
Slovenia	660	7.5
Slovakia	1557	9.29
Supranationals	17600	7.8
Tot.	146679	8.07

(BCE website, 31 Maggio vf2015)

- **ABSPP (Asset-Backed Securities Purchase Programme)**: l'acquisto di questa tipologia di prodotti finanziari è iniziata il 21 Novembre 2014 e continuerà almeno fino al 2016; si tratta di titoli mirati a permettere alle banche di concedere crediti e prestiti ai privati (considerati "real economy"). I prodotti finanziari di cui si parla sono stati emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione.

TABELLA 5 : ABSPP HOLDINGS

	ABSPP holdings (amortized cost)
Euro mil.	8,601
Date	26 Giugno 2015

(BCE website, 2015)

- **Covered Bond Purchase Programme 3**: programma di acquisto di obbligazioni garantite iniziato il 20 Ottobre 2014, continuerà insieme all'ABSPP per altri due anni. Si tratta sempre di uno strumento che permette la trasmissione della politica monetaria, facilita la concessione del credito ai privati, sostenendo in questo modo l'economia reale e generando in questo modo ricadute positive anche su altri mercati.

TABELLA 6 : CBPP3 HOLDINGS

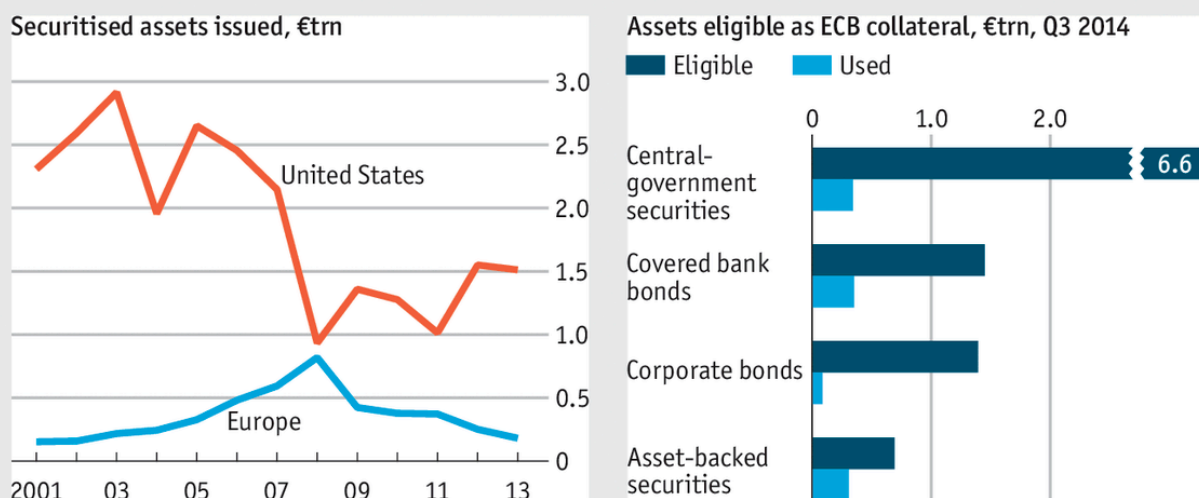
	CBPP3
Euro mil.	94,567
Date	26 Giugno 2015

(BCE website, 2015)

FIGURA 8 : ANALISI COMPARATIVA DELL'APP

What might the ECB buy?

2



Potential breakdown of ECB sovereign-bond QE purchases

Country	Capital key*, %	Assuming purchases of €500bn	As a share of countries' outstanding sovereign bondst	Credit ratings			
				Investment grade		Junk	
				Moody's	S&P	Fitch	DBRS
Germany	25.7	128.5	12.2	Aaa	AAA	AAA	AAA
France	20.3	101.5	8.6	Aa1	AA	AA	AAA
Italy	17.6	88.0	7.1	Baa2	BBB-	BBB+	A(low)
Spain	12.6	63.0	9.5	Baa2	BBB	BBB+	A(low)
Netherlands	5.7	28.5	8.7	Aaa	AA+	AAA	AAA
Belgium	3.5	17.5	5.9	Aa3	AA	AA	AA(high)
Greece	2.9	14.5	40.3	Caa1	B	B	B
Austria	2.8	14.0	7.5	Aaa	AA+	AAA	AAA
Portugal	2.5	12.5	13.4	Ba1	BB	BB+	BBB(low)
Finland	1.8	9.0	11.4	Aaa	AA+	AAA	AAA
Ireland	1.7	8.5	9.3	Baa1	A	A-	A(low)
Slovakia	1.1	5.5	21.2	A2	A	A+	na
Slovenia	0.5	2.5	17.9	Ba1	A-	BBB+	na
Latvia	0.4	2.0	66.7	Baa1	A-	A-	na
Luxembourg	0.3	1.5	25.0	Aaa	AAA	AAA	na
Estonia	0.3	1.5	na	A1	AA-	A+	na
Cyprus	0.2	1.0	50.0	B3	B+	B-	B(low)
Malta	0.1	0.5	10.0	A3	BBB+	A	na

*Reweighted to apply to euro-zone countries only †Various exclusions including zero-coupon and non-euro denominated bonds
Sources: SIFMA; Bloomberg; ECB; UBS (including estimates)

Economist.com

(The Economist, Jan the 20th 2015)

La misura del “Quantitative Easing”, ovvero “Alleggerimento Quantitativo”, è basata sulla creazione di moneta da parte della Banca Centrale Europea al fine di acquistare non solo titoli pubblici emessi dalle banche dei paesi dell’unione, ma anche titoli di derivazione privata o titoli tossici. La misura deve quindi il suo nome alla volontà della Banca Centrale di alleggerire la quantità di titoli posseduti dalle singole banche. In questo modo queste ultime risultano incoraggiate a concedere prestiti ai privati, grazie alle somme ottenute dalla Banca Centrale, per rimpiazzare i vecchi titoli tossici con nuovi investimenti più sani e proficui.

Per quanto riguarda l’acquisto di titoli detenuti da paesi che si sono trovati in situazioni di default, come per esempio la Grecia. E’ bene ricordare che l’acquisto indistinto di titoli tossici e non è fatto a condizione che in caso di perdita sarà il singolo stato e non la BCE a dover ripagare il debito.

L’effetto atteso sul mercato è un rialzo del prezzo delle azioni e un contemporaneo abbassamento dei tassi d’interesse. In questo modo gli investimenti dovrebbero risultarne stimolati; l’effetto però non dipende solo dai tassi di interesse. Un provvedimento come il Quantitative Easing mira anche ad influire sulle aspettative del mercato stesso, portando gli utenti a credere in serio e sincero impegno della Banca Centrale riguardo al tasso di disoccupazione e alle fluttuazioni del tasso di inflazione.

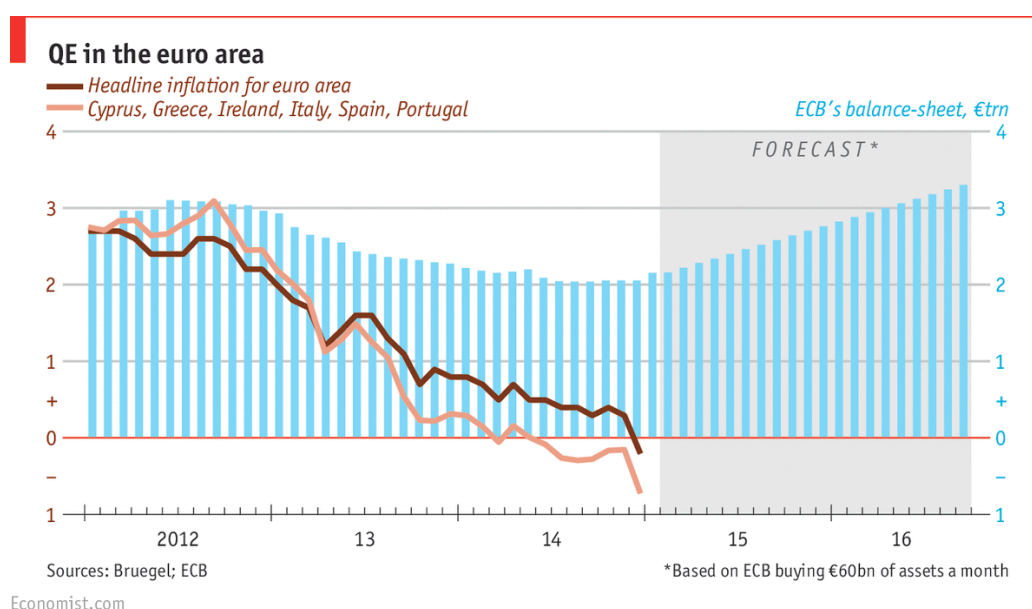
Calandoci più nello specifico, cerchiamo di capire in che modo funziona un provvedimento come il QE, analizzando quali siano i suoi principali effetti visibili nel lungo termine sul valore ultimo dell’inflazione:

- In primo luogo il QE impatta i già citati *tassi d’interesse*.
- In secondo luogo possiamo notare dei cambiamenti sulle *aspettative di inflazione*, poiché come accennato precedentemente il mercato percepisce la determinazione del governatore della BCE nell’attuare provvedimenti concreti e mirati. La credibilità della BCE risulta l’elemento cruciale alla base di questo effetto positivo. Questo secondo effetto è detto anche *signalling*, in quanto basato su di un segnale di forza e cambiamento dato dalla BCE.
- Il terzo fattore è rappresentato dal *tasso di cambio*. Secondo il noto quotidiano “The Economist” l’abbassamento del tasso di cambio rappresenta la chiave di volta per l’effettivo funzionamento del QE in Europa. L’effetto immediato sarebbe un aumento alle esportazioni, con conseguente rialzo dell’inflazione. (Buttonwood. January 23rd 2015)

Il prezzo da pagare per la Banca Centrale risulta essere abbastanza alto, visto e considerato la cifra alla quale ammonteranno i titoli di debito contenuti nelle sue riserve. Ma secondo l'opinione di Mario Draghi, e soprattutto secondo i primi effetti positivi registrati all'oggi, tre mesi dall'avvio della misura e cinque dal suo annuncio, si tratta di un rischio che vale la pena correre. Cercheremo di scendere più nel dettaglio sugli effetti del QE nel prossimo capitolo.

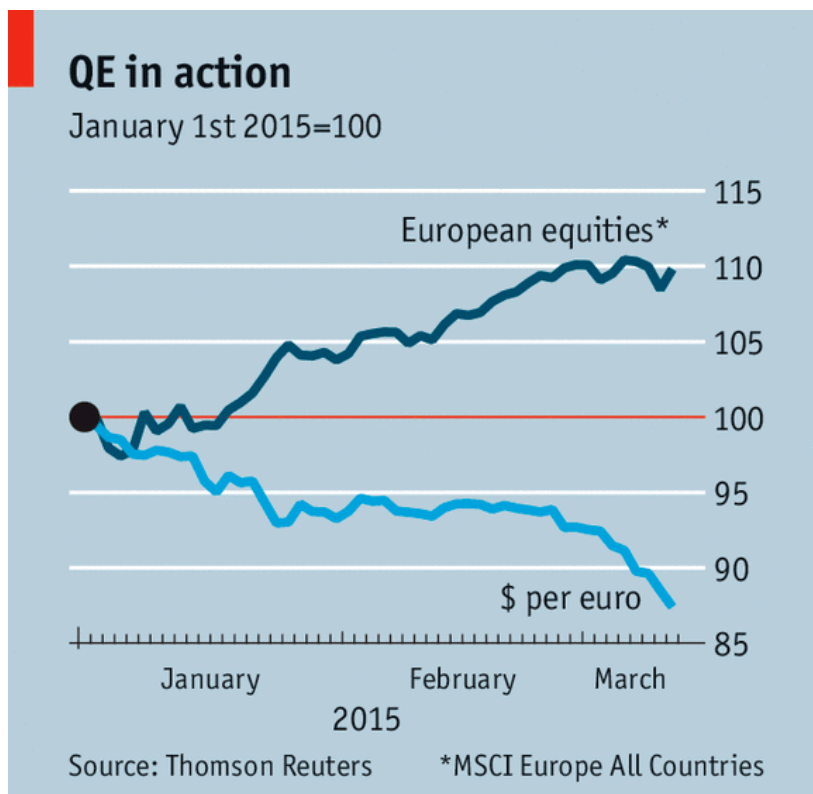
Riportiamo in seguito due grafici che riassumono i principali effetti del Quantitative Easing in Europa. In particolare il secondo, tratto da un articolo del "The Economist" che ha valso al governatore della Banca Centrale l'appellativo di Super-Mario, riporta l'impennata del valore delle azioni europee da Gennaio 2015.

FIGURA 9 : EFFETTI DEL QE SULL'INFLAZIONE



(The Economist, January 2015)

FIGURA 10: EFFETTO DEL QE SUL RAPPORTO EURO-DOLLARO



Economist.com

(The Economist, March 2015)

3. ANALISI QUALITATIVA DEL QE

Si apre ora il capitolo finale di questo saggio. Grazie all'inquadramento teorico del primo capitolo, ed ai dettagli storici e tecnici del secondo capitolo ci si propone ora di guardare alle conseguenze del provvedimento attuato da Draghi il 9 marzo 2015. Nel primo paragrafo saranno analizzati quindi i risvolti positivi che la comunità europea ha avuto modo di registrare durante questi mesi; nel secondo paragrafo si guarderà invece agli aspetti negativi e alle preoccupazioni raccolte da alcuni rappresentanti degli stati membri; si concluderà infine con un ultimo paragrafo dove sarà riportato qualche recente articolo incentrato sugli sviluppi più recenti, lasciando adito a qualche previsione per il futuro prossimo colta dalle parole dello stesso presidente Draghi.

3.1 ASPETTI POSITIVI DEL QE

L'introduzione di questa nuova forma di politica economica (forse non poi così nuova alla luce del suo utilizzo da parte del Giappone agli inizi dell'anno 2000) porta con sé molte attese e speranze, e secondo i dati raccolti ci troviamo nella posizione di affermare come, nonostante la suo lancio tardivo, il QE abbia già portato qualche segnale positivo più o meno evidente. Scendendo più nel dettaglio possiamo porre l'accento su come, nonostante il fatidico "sì" sia stato pronunciato a Marzo, i primi effetti positivi erano già stati registrati già a Febbraio. La ragione potrebbe risiedere nel diffondersi della notizia della possibile manovra ideata da Mario Draghi già a inizio Gennaio.

I dati Eurostat di Gennaio 2015 avevano già registrato segnali positivi nell'ultimo trimestre rispetto a quello dell'anno precedente. E' stato inoltre registrato un aumento della produzione dello 0,3% nell'Eurozona, trainato dal risveglio dell'economia tedesca, la quale rivela un aumento della produzione dello 0,7% dopo ben due semestri a ribasso. Questi dati sono un chiaro segno di come la ruota stia ricominciando a girare.

Questi segnali positivi hanno portato gli analisti della BCE a rivedere le proprie aspettative per il 2016; se inizialmente si prevedeva una crescita del 1,5%, ad oggi l'indice ha subito un rialzo fino ad arrivare a 1,9%. A detta di Draghi la modifica a rialzo è dovuta non solo alla decisione di introdurre un provvedimento come il QE, ma anche alla diminuzione del prezzo del petrolio e la caduta del cambio euro/dollaro.

Un altro esempio positivo è quello del Portogallo, dove i titoli a dieci anni hanno perso 3,5 punti percentuali sul tasso d'interesse, passando da un valore di 6,2% ad uno

di 2,7%. La Grecia fa eccezione, visto il preoccupante rialzo del tasso d'interesse. I motivi di questa tendenza non sono però da ricercare nell'applicazione del Quantitative Easing ma piuttosto nell'instabilità politica del paese in questione e di una possibile maggioranza favorevole all'uscita dall'area euro.

Come si è detto, la decisione di Draghi era stata più che preannunciata all'interno del mercato azionario internazionale. Questo avrebbe potuto significare un effetto contenuto sui tassi d'interesse, poiché qualora gli utenti vedano confermarsi le loro stesse aspettative difficilmente viene innescata una reazione dirompente. Se al contrario all'indomani dell'annuncio di Draghi i mercati hanno registrato un rialzo è dovuto più che altro alla portata della manovra; quasi nessuno infatti avrebbe potuto prevedere una tale immissione di denaro nell'economia, e per di più per un periodo di tempo tanto prolungato. Mario Draghi ha infatti lasciato trasparire come non abbia intenzione di fermarsi se non di fronte ad un'inflazione abbastanza vicina alla fatidica soglia del 2%.

La crescita ha come previsto un riflesso positivo sull'inflazione, ma nonostante questo i dati sono ancora ben lontani dagli obiettivi prefissati. E' stato previsto infatti che il valore dell'inflazione salirà ad un massimo di 1,3% nel 2016 (The Economist). In seguito alla caduta del prezzo del petrolio dette previsioni sono state riviste, arrivando a prevedere un valore pari a zero durante il 2015, mentre per l'anno seguente sembra profilarsi un rialzo fino all'1,5% grazie all'effetto combinato delle recenti politiche economiche.

Per quanto riguarda infine l'entità del rialzo, non possiamo certo paragonare la riforma di Draghi con l'azione della FED di qualche anno fa. In America infatti, grazie alla fiducia delle aziende nel mercato azionario, gli investitori sono portati ad investire in titoli più rischiosi rispetto ai titoli di Stato. In Europa la cultura e la fiducia riposta dalle aziende nel mercato azionario risulta essere completamente diversa, e sicuramente più contenuta rispetto a quella riposta nelle banche. Di conseguenza aziende europee beneficiano in misura minore di un andamento positivo del mercato.

Nonostante questi forti segnali positivi non possiamo ignorare come il PIL in Francia sia cresciuto di un insignificante 0,1%, mentre in Italia non sia variato in alcun modo. I segni di ripresa registrati sono quindi positivi, pur sottolineando quanto la strada sia ancora lunga.

3.2 ASPETTI NEGATIVI DEL QE

Le maggiori perplessità riguardo alla recente manovra del Presidente della BCE Mario Draghi derivano principalmente dal cancelliere tedesco Angela Merkel. Il timore principale è che all'acquisto di titoli a rischio da paesi come Italia, Portogallo o Grecia segua un default di questi ultimi, e il conto da pagare arrivi quindi in casa ad altri paesi dell'unione. Un possibile default infatti, secondo l'opinione dei tedeschi, causerebbe una perdita nello stato patrimoniale della BCE. La paura di essere chiamati in causa per pagare debiti altrui è la ragione principale che ha ritardato l'accordo sull'attuazione del QE in Europa per diversi anni.

Interrogandomi sulla fondatezza di dette paure riporto l'opinione del titolare della cattedre di Political Economy alla London School of Economics Paul de Grauwe (tramite un'intervista da lui rilasciata al "The Economist" il 21 gennaio 2015). Secondo l'opinione di de Grauwe dunque, i timori della Merkel si profilano come pressoché infondati. A sua detta, un'introduzione del QE che vada di pari passo con la tutela economica dei membri economicamente più stabili dell'Unione Europea, rappresenta non un'ipotesi ma una realtà facilmente attuabile.

Il segreto risiede in una cosiddetta "Introduzione Proporzionale": la BCE acquisterà un pacchetto di titoli in proporzione al peso economico di ogni stato membro, calcolato in base al capitale investito da ogni paese nello Stato Patrimoniale della BCE. Di conseguenza, l'acquisto sarà costituito per il 27% da titoli tedeschi, 20% da titoli francesi, 18% da titoli italiani, etc. Ognuno di questi stati sarà inoltre in obbligo di pagare un interesse alla BCE per il lasso temporale che intercorre prima della restituzione del debito. In questo modo non avrà luogo alcuno scambio di denaro tra gli stati membri.

Mettiamo il caso che i titoli di uno stato, l'Italia per esempio, vadano in perdita; lo stato in questione interromperà di conseguenza il flusso d'interessi pagati alla BCE. Quest'ultima, applicando il principio del "juste retourne", smetterà di trasferire liquidità alle casse del governo italiano. Si tratta di un meccanismo il quale non dà luogo ad alcuna perdita; il motivo risiede nel mancato bisogno della Banca Centrale di possedere liquidità, grazie al fatto che la banca in questione gode della possibilità di stampare moneta, e dall'altro lato dalla sua impossibilità di arrivare in default. Nessun organo sovrano la BCE correrà mai il rischio di dover dichiarare bancarotta. Nello specifico la European Central Bank potrebbe vivere per anni con un valore negativo all'interno del

suo Stato Patrimoniale, senza mai trovarsi in dovere di richiedere agli stati membri di saldare il conto dei propri debiti. Persino le ricapitalizzazioni della BCE non rappresentano molto di più di una mera operazione contabile.

L'equivoco tra perdite contabili e perdite reali è purtroppo all'ordine del giorno, e da spesso luogo a fraintendimenti di portata elevata. La questione si aggrava qualora i governi, forti di questa ipotesi errata, si facciano avanti con proposte quali l'auto-capitalizzazione del debito. Sempre a detta di De Grauwe la proposta in questione sarebbe la breccia capace di minare la già fragile unione monetaria della zona euro.

Un ulteriore timore riguardo ad un provvedimento come il QE, atto ad inondare i singoli stati europei di liquidità, è legato allo scopo per il quale i governi dei singoli utilizzeranno il denaro; sta infatti ai singoli stati seguire le direttive centrali e sbloccare i prestiti ai diversi investitori, piuttosto che utilizzare i fondi per proteggere gli interessi delle minoranze.

In ultima analisi, alcuni economisti s'interrogano sulle tempistiche di attuazione. Le peculiarità del QE introdotto da Draghi infatti, lo avvicinano più a quello realizzato in Giappone per sfuggire alla Grande Depressione rispetto ai provvedimenti presi nel 2008 in Inghilterra e in America. La preoccupazione risiede nel fatto che, come accadde in Giappone, Draghi sia arrivato troppo tardi.

3.3 PROSPETTIVE FUTURE

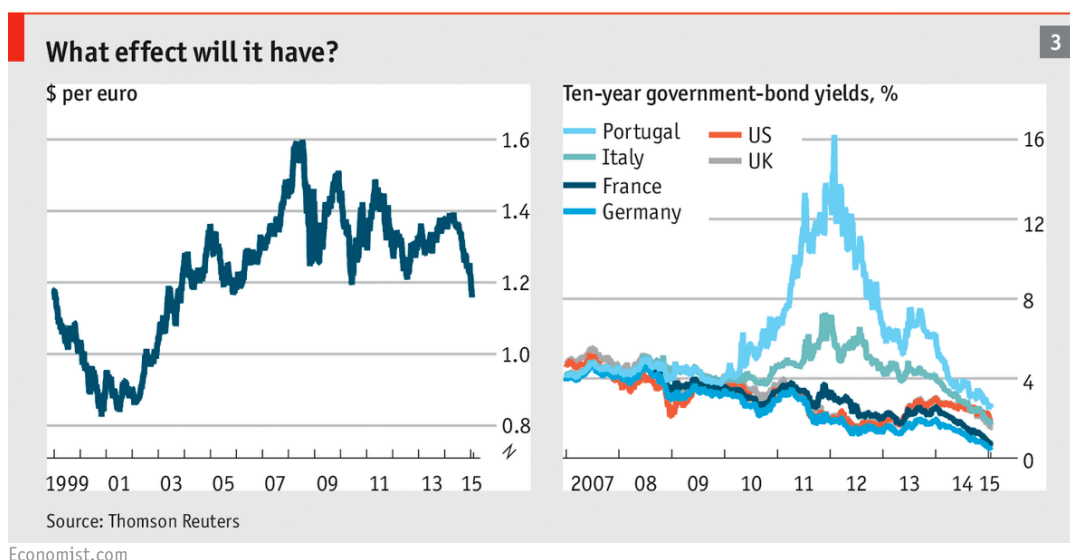
Come detto in precedenza, a partire da Gennaio i primi segnali positivi hanno cominciato a farsi sentire, sia per quanto riguarda la produzione sia per il tasso di inflazione. Inoltre le previsioni per il 2016 rispecchiano appieno questi primi segnali di crescita.

Analizzare le prospettive future sembra essere più complicato; una delle modalità a nostra disposizione risulta essere quella di paragonare il caso Europeo alle altre nazioni che negli anni precedenti hanno già applicato la politica del Quantitative Easing: America e Inghilterra da un lato e il Giappone dall'altro.

Per quanto riguarda le prime due i presupposti risultano essere più che positivi. L'economia è tuttora in fase di ripresa e soprattutto l'inflazione è aumentata, avvicinandosi più alla soglia del 2% che alla tanto temuta deflazione.

Un ulteriore paragone con il provvedimento precedentemente attuato in America e in Inghilterra ci è fornito dal seguente grafico, pubblicato e commentato dal “The Economist” il 20 Gennaio 2015

FIGURA 11 : TASSI D’INTERESSE IN AMERICA E IN DIVERSI PAESI EUROPEI



(The Economist, 2015)

“The euro zone’s version of QE will boost the economy and combat downward pressures on inflation through two main channels. One is that the very decision to push through so controversial a measure will show how serious the ECB is about getting inflation back towards its target of nearly 2%. The other is by weakening the euro. These channels differ from the programmes launched by the American and British central banks in late 2008 and early 2009.” (The Economist, January the 20th 2015)

Come ci ricorda l’articolo, la differenza fondamentale con detti provvedimenti risiede nell’impossibilità da parte della Banca Centrale Europea di abbassare ulteriormente i tassi d’interesse. Questa mancanza porta con sé il rischio che il provvedimento di Draghi sia arrivato troppo tardi. D’altronde anche la restrizione della ripartizione del rischio ha dato luogo a qualche perplessità sulla credibilità del provvedimento.

In Giappone, alla prima introduzione del QE i risultati sono stati piuttosto timidi. Alla luce del rilancio nel 2013 invece la situazione sembra prendere una piega più che positiva. La differenza tra le due non risiede solo nella portata economica del provvedimento, ma piuttosto nell’impegno politico che ha accompagnato il rilancio

della politica monetaria dieci anni dopo. In questa seconda occasione la Banca del Giappone ha dato forti segnali di voler credere nella ripresa, ed è riuscita in questo modo ad agire sulla fiducia degli utenti.

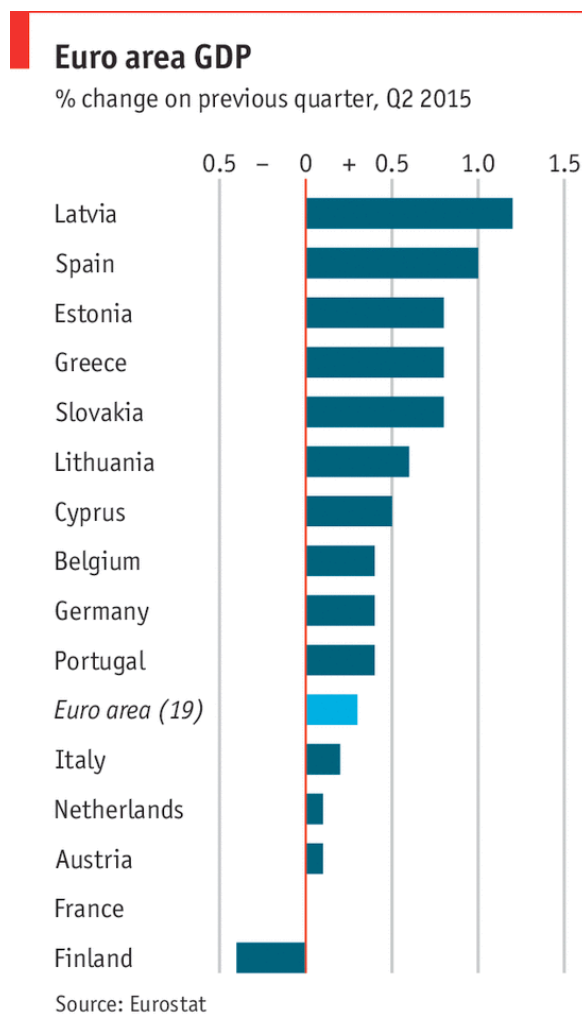
Le aspettative di inflazione sembrano essere dunque la chiave di volta per fuggire la deflazione. Si tratta di un obiettivo tutt'altro che semplice, ma secondo un vecchio detto ripreso più volte dai giornalisti del "The Economist" in materia di QE *most of the time boldness pays back*. (Monetary Policy "Be Bold, Mario". August 23rd 2014).

Inoltre, la rubrica Buttonwood del medesimo giornale ha assegnato a Mario Draghi il nickname di Super-Mario in seguito all'attuazione delle citate riforme, commentate con le seguenti parole:

"If European QE is to be positive for the world, rather than just the euro zone, then it has to revive demand, not merely grab market share on behalf of the continent's exporters. The example of Japanese QE is rather patchy in this respect: three of the past five quarters have seen a decline in economic activity (although the effect is obscured by a rise in the consumption tax). Investors clearly have faith that Super Mario's plan will work better." (The Economist, March the 14th 2015)

Articoli più recenti sembrano essere anche meno ottimisti. Riportiamo qui in seguito i commenti del "The Economist" riguardo ad un grafico relativo alla crescita del prodotto interno lordo (GDP) nei maggiori stati europei durante il secondo quadrimestre del 2015.

FIGURA 12 : EUROPEAN GDP IN THE SECOND QUARTER 2015



Economist.com

(The Economist, August 2015)

Secondo l'opinione di P.W., curatore dell'articolo relativo alla pagina "Free Exchange" del numero del 14 agosto del settimanale inglese "The Economist", alla luce dei dati Eurostat relativi al secondo quadrimestre dell'anno in corso risulta evidente come la ripresa in Europa stia subendo un rallentamento (per riportare le parole del giornalista, una "perdita di momentum"). La crescita infatti non ha raggiunto il valore atteso del 0,4%, fermandosi alla soglia dello +0,3% rispetto al quadrimestre precedente. Il paese che ha più deluso le aspettative è stato la Francia, come riportano le parole del giornalista:

"The French outcome was the main setback. Output had been expected to rise by 0.2% following growth of 0.7% (revised up from 0.6%) in the first quarter. Instead it stagnated mainly because of an abrupt slowdown in consumer spending. Italian GDP continued to expand but by 0.2% compared with 0.3% in the first quarter, leaving

output only 0.5% higher than a year ago.” (P.W per il The Economist, 2015)

Come lasciato intendere dalla citazione, neanche l'Italia ha registrato una performance soddisfacente, e i dati fanno pensare considerato come entrambi gli stati stiano attualmente beneficiando delle manovre espansive della Banca Centrale Europea. La Spagna al contrario ha registrato una crescita del +1%, in aumento rispetto al già soddisfacente +0,9% ottenuta nei primi mesi dell'anno.

A cosa è dovuta questa differenza fra le performance di questi tre paesi? Le ragioni sono molteplici e concatenate, ma il giornalista ha voluto evidenziarne due in particolare: innanzitutto la Spagna sta cominciando a beneficiare dopo tre anni di quelle riforme strutturali che Francia e Italia hanno tardato ad introdurre. In secondo luogo l'autore pone l'accento su di un cambio di atteggiamento e mentalità diffusi.

Infine non potevamo non citare la Germania: la performance tedesca non ha deluso le aspettative, collocandosi con un solido +0,4% e disperdendo le preoccupazioni di molti riguardo possibili ripercussioni dei tentennamenti dell'economia cinese. Il giornalista si rivela quindi positivo nel registrare una ripresa ma dall'altro lato preoccupato per la mancanza di vigore di quest'ultima.

Per concludere non abbiamo saputo trovare modo migliore che quello di riportare le parole di Mario Draghi durante il suo discorso alla commissione Affari Politici e Monetari dell'Unione Europea del 15 Giugno 2015. A sua detta infatti, la direzione presa dall'UE sembrerebbe essere quella giusta.

“The latest economic indicators and survey data broadly confirm our assessment that the economic recovery is proceeding at a moderate pace.” (Draghi, Giugno 2015)

Stando alle sue parole infatti, i dati relativi al settore privato registrano una ripresa negli investimenti. Per quando riguarda più nello specifico la produzione, secondo le previsioni dell'Eurostat il GPD (Gross Domestic Product) raggiungerà una crescita del 2% nel 2015, fino ad arrivare al 2% nel 2017. Numeri di questa portata non possono che farci sperare in una crescita reale.

Per quanto riguarda l'inflazione, Mario Draghi preannuncia valori stabili nei mesi correnti per arrivare ad una crescita effettiva solo verso la fine dell'anno. I numeri risultano essere più che positivi, ma sempre al di sotto dei livelli che l'Europa si è prefissata di raggiungere: 0,3% nel 2015, 1,5% nel 2016 per finire 1,8% nel 2017.

Per quanto riguarda invece la crescita dei prestiti, i valori sono stabili ad un +0,8% registrato in Aprile, moderati e irregolari lungo tutta l'area euro.

Il presidente Draghi si rivela complessivamente fiducioso sull'avvicinarsi del valore dell'inflazione alla soglia del 2%, come riportano le sue parole:

“Overall, we remain prudently confident that all economic and monetary conditions are in place to support a gradual reflation of the euro area economy, with a sustained return of inflation rates to levels below, but close to, 2%.” (Draghi, Giugno 2015).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F., 2013. *Macroeconomia, Una prospettiva europea*. Bologna: Il Mulino.

KRUGMAN P., WEELS R., 2010. *Macroeconomia*. Bologna: Zanichelli

JOYCE M., et al., 2012. *Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an introduction*. Oxford UK: Blackwell Journal. Disponibile su http://personal.lse.ac.uk/vayanos/Papers/QEUMCI_EJ12.pdf [Data di accesso: 19/08/15] Pagine 1-6

BRANCACCIO E., FONTANA G., *A critique of Interpretations of the Crisis based on the “Taylor Rule”*. Disponibile su <http://www.theglobalcrisis.info/docs/relazioni/BrancaccioFontana.pdf> [Data di accesso: 19/08/15]

CORONA F., 2014. *Flussi finanziari: verso una nuova politica della BCE*. Roma: CISINT. Disponibile su <http://www.cisint.org/media/allegato7832.pdf> [Data di accesso: 19/08/15]

BROGI M., 2015. Vie per una crescita durevole. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2015-05-28/vie-una-crescita-durevole-063832.shtml?uuid=AB3A01nD> [Data di accesso: 19/08/15]

LOPS V., 2015. Tsipras rischia di perdere anche il treno del “Qe”. *Il sole 24 ore* [online]. Disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2015-06-28/tsipras-rischia-perdere-anche-treno-qe-091035.shtml?uuid=ACSEaNI> [Data di accesso: 19/08/15]

MORSELLI A., Quantitative easing? Il vero problema è la Trappola della Liquidità. Huffingtonpost [online] marzo 2015. Disponibile su http://www.huffingtonpost.it/alessandro-morselli/quantitative-easing-il-ve_b_6821850.html [Data di accesso: 19/08/15]

JUDD J., RUDEBUSCH G., 1998. *Taylor's Rule and the Fed: 1970-1977*. FRBSF Economic Review, number 3. Disponibile su <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/98-3/3-16.pdf> [Data di accesso: 19/08/15]

DE GRAUWE P., 2015. The sad consequences of the fear of QE. *The Economist* [online], Disponibile su <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/01/quantitative-easing-and-euro-zone> [Data di accesso: 19/08/15]

P.W & C.R., 2015. Getting the machine revving. *The Economist* [online], Disponibile su <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/03/quantitative-easing-and-euro> [Data di accesso: 19/08/15]

P. W., 2015. Let the show begin. *The Economist* [online]. Disponibile su <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2015/03/european-central-bank> [Data di accesso: 19/08/15]

R.A., 2015. What is Quantitative Easing?. *The Economist* [online], Disponibile su <http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/03/economist-explains-5> [Data di accesso: 19/08/15]

THE ECONOMIST DATA TEAM, 2015. Qe in the euro zone. *The Economist* [online] Disponibile su <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2015/01/graphics> [Data di accesso: 19/08/15]

RANDOW J., 2015. Less than zero. *Bloomerang* [online]. Disponibile su <http://www.bloombergtake.com/quicktake/negative-interest-rates> [Data di accesso: 19/08/15]

TAMPONE G., 2015. 1.600 miliardi di euro di bond europei a tassi negativi, ma chi li compra e perché?. *Investire oggi* [online] Disponibile su <http://www.investireoggi.it/economia/1-600-miliardi-di-euro-di-bond-europei-a-tassi-negativi-ma-chi-li-compra-e-perche/> [Data di accesso: 19/08/15]

CIELINSKI J., 2015. Dare un senso ai tassi di interesse negativi. *Finanzaoperativa.com* [online] Disponibile su <http://www.finanzaoperativa.com/dare-un-senso-ai-tassi-di-interesse-negativi/> [Data di accesso: 19/08/15]

ESPOSITO M., 2015. Se i tassi negativi ostacolano il Quantitative Easing. *La voce.info* [online] Disponibile su <http://www.lavoce.info/archives/32313/paradosso-dei-tassi-negativi-strada-quantitative-easing/> [Data di accesso: 19/08/15]

PAPAHELAS A., 2015. Interview with Kathimerini. *European Central Bank* [online] Disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150422.en.html> [Data di accesso: 19/08/15]

DRAGHI M., 2015. Introductory statement, Brussels 15 June 2015. *European Central Bank* [online] Disponibile su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150615_1.en.html [Data di accesso: 19/08/15]

2014. Why has the ECB introduced a negative interest rate? *European Central Bank* [online] Disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html> [Data di accesso: 19/08/15]

2015. Mario's Miracle? *The Economist* [online] Disponibile su <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21646261-european-monetary-policy-has-boosted-stockmarkets-and-weakened-euro-marios> [Data di accesso: 19/08/15]

2015. Better late than never. *The Economist* [online] Disponibile su <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21640371-policy-will-help-less-so-other-big-economies-better-late> [Data di accesso: 19/08/15]

2014. Be bold, Mario. *The Economist* [online] Disponibile su <http://www.economist.com/news/leaders/21613259-european-central-bank-should-learn-success-unconventional-policies-america-and> [Data di accesso: 19/08/15]

2015. Cos'è un ETF? *Borsa Italiana* [online] Disponibile su

<http://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>

2015. Monetary and exchange-rate policy. *Danmarks Nationalbank* [online] Disponibile su

<http://www.nationalbanken.dk/en/monetarypolicy/implementation/Pages/Default.aspx>

[Data di accesso: 19/08/15]

22 gennaio 2015. Comunicato stampa: La BCE annuncia un programma ampliato di acquisto di attività. *European Central Bank* [online] Disponibile su

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html [Data di

accesso: 19/08/15]

2015. Asset Purchase Programmes. *European Central Bank* [online] Disponibile su

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> [Data di accesso:

19/08/15]

2015. Monetary Policy. *European Central Bank* [online] Disponibile su

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> [Data di accesso: 19/08/15]

2015. Procedure per l'erogazione di Liquidità di Emergenza. *European Central Bank* [online] Disponibile su

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.it.pdf?88107546f19ab6d5997276f6057e0ddc [Data di accesso: 19/08/15]

19 febbraio 2015. Press release: Annual accounts of the ECB for 2014. *European Central Bank* [online] Disponibile su

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150219_1.en.html

20 febbraio 2014. Press release: Annual accounts of the ECB for 2013. *European Central Bank* [online] Disponibile su

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140220.en.html>

RINGRAZIAMENTI

La stesura del presente elaborato segna la fine di un ciclo universitario intenso, ricco e stimolante. Si tratta di tre lunghi anni risultati fondamentali per formare la persona che sono oggi, che hanno visto susseguirsi momenti di immensa gioia e altri un po' più difficili, tutti fondamentali per portarmi qui dove sono ora, dal primo esame sostenuto alla mia esperienza Erasmus a Montpellier. Ho avuto il piacere di condividere questi momenti con persone importanti, che ci tengo a ringraziare in quanto devo a loro la forza che mi ha portato al termine di questo percorso.

Per prima cosa voglio ringraziare la mia famiglia, mia madre, mio padre e mio fratello, i quali hanno sempre sostenuto le mie scelte e ne sono stati partecipi. Mi sono stati accanto nei miei momenti di difficoltà, ricordandomi di non mollare mai e di credere in me stessa.

Eleonora, la quale mi riserva sempre una parola e un sorriso nelle gioie come nelle avversità. Lei mi ha insegnato l'importanza di affrontare i problemi in maniera positiva e non mi ha mai lasciata sola.

Luisa, mia compagna di viaggio fedele e leale. Da lei ho imparato ad affrontare gli avvenimenti con forza, determinazione e la giusta dose di coraggio.

Chiara, amicizia nata per caso della quale non potrei essere più grata. Da lei ho appreso la pazienza e la giusta dose di scetticismo con la quale è necessario affrontare e difficoltà della vita.

Infine ci tengo a ringraziare il prof. Brunello per l'aiuto riservatomi durante la stesura della mia Prova Finale.

Concludendo posso dirvi sommariamente soddisfatta di come ho portato a termine il mio primo percorso di studi, e altrettanto curiosa e speranzosa del suo proseguo.

Numero di parole: 10690