



lavoce.info

Che cos'è il Quantitative easing

I dossier de lavoce.info

QE con molti interrogativi

Giovedì 22 gennaio sarà un giorno cruciale per la zona euro. Secondo le previsioni, la BCE deciderà di introdurre un piano di acquisti di titoli di Stato. A questo punto, la domanda non è più *se*, ma *come* verrà attuato il QE in salsa europea e con *quali effetti*.

Il primo nodo verrà sciolto giovedì. Al di là dei dettagli tecnici, la cosa più importante sarà sapere come verrà ripartito il rischio dell'operazione: se sarà condiviso all'interno dell'Eurosistema oppure attribuito a ciascuna banca centrale nazionale. La seconda ipotesi sarebbe contraria allo spirito della moneta unica, ma potrebbe essere il prezzo da pagare per superare l'opposizione tedesca.

Il secondo interrogativo riceverà invece una risposta solo con il passare dei mesi, quando vedremo se il QE eviterà alla zona euro di entrare in deflazione. L'aumento dei prezzi delle attività sui mercati finanziari, che ha avuto un ruolo importante in USA e UK, sarà meno efficace nel continente europeo, dove il sistema bancario gioca un ruolo centrale. Certo le recenti richieste di aumentare i ratios patrimoniali, inviate dalla BCE ad alcune banche, non aiuteranno la ripresa del credito bancario nel breve termine. Maggiori speranze derivano dall'effetto sul cambio, che ha già cominciato a operare grazie alle aspettative: la svalutazione dell'euro rappresenta il maggiore aiuto che la politica monetaria sta dando alla ripresa in Europa.

In attesa del "Big Thursday", raccogliamo in questo Dossier alcuni articoli relativi al QE apparsi sulla *voce.info*.

Angelo Baglioni

- Per un QE efficace – Francesco Giavazzi e Guido Tabellini, 21/01/15;
- Semaforo verde per il Quantitative easing – Guido Ascari, 20/01/15;
- Se i tassi negativi ostacolano il Quantitative easing- Marcello Esposito, 13/01/15;
- Il dilemma della Bce – Guido Ascari, 13/01/15
- Perché il Quantitative easing potrebbe funzionare – Angelo Baglioni, 16/12/14;
- Bce verso il Quantitative easing? - Angelo Baglioni, 04/09/14
- Bce il bello deve ancora venire – Angelo Baglioni, 06/06/14
- Cosa può fare la Bce contro i rischi di deflazione – Marcello Esposito, 08/04/14;
- Il più grande esperimento monetario della storia - Tommaso Monacelli, 08/04/13;
- Bce: Come diventare una banca centrale credibile - Tommaso Monacelli, 23/08/11;
- Una ricetta per l'Europa, il Quantitative Easing - Tommaso Monacelli, 08/08/2011;
- E la banca centrale va in territori inesplorati - Guido Ascari, 17/04/2009;

Per un QE efficace

Francesco Giavazzi e Guido Tabellini, 21/01/15

Il Quantitative easing è l'ultimo strumento a disposizione della contro la deflazione. Bene sarebbe non sprecarlo. Se un compromesso è necessario, meglio rinunciare alla condivisione del rischio, insistendo invece su dimensione e durata adeguate del programma. La contestuale espansione fiscale.

QE, ORMAI UNA CERTEZZA

Ora che un Quantitative easing europeo è praticamente certo, ci si domanda come verrà attuato. I dettagli della sua realizzazione infatti sono di primaria importanza per il successo del programma: formulazioni poco chiare e ambigue devono essere evitate a tutti i costi, poiché il Qe ha effetto anche attraverso le aspettative create. Difatti, l'esperienza di altre grandi banche centrali rimarca l'importanza chiave degli "effetti annuncio".

CONDIVISIONE DEL RISCHIO TRA LE BANCHE CENTRALI?

La maggior parte dell'attenzione finora è ricaduta sulla condivisione del rischio.

- Il rischio di default sarà messo in comune attraverso il bilancio della Bce?
 - oppure le diverse banche centrali nazionali si faranno carico del proprio debito sovrano, assumendosi così interamente ogni perdita?
- Le obiezioni alla condivisione del rischio sono ben note e sono per lo più politiche (la recente opinione della Corte di giustizia europea ha dissipato ogni dubbio legale).

I benefici sono invece meno lapalissiani. Uno degli obiettivi del Qe è quello di reinfondere fiducia nella sostenibilità del debito dei paesi dell'Europa mediterranea, riducendo lo spread e diminuendo il costo del capitale per le imprese. Il raggiungimento di questo obiettivo sarebbe sicuramente più facile condividendo i rischi, e non solo per ragioni simboliche.

Ipotizziamo che, in caso di default, i governi siano costretti a ricapitalizzare le proprie banche centrali per le perdite subite. Se l'onere

di ricapitalizzazione ricadesse interamente sul paese interessato, il governo non potrebbe certamente dichiarare bancarotta rispetto al debito detenuto dalla propria banca centrale. Ciò significa che la banca centrale nazionale diverrebbe senior creditor rispetto al mercato, e il debito pubblico in mano ai privati diverrebbe più rischioso. Se invece l'onere di ricapitalizzazione di una banca centrale nazionale fosse condiviso da tutti i governi dell'Eurozona, la seniority del debito detenuto dalle banche centrali sarebbe diluita in modo corrispondente. La condivisione del rischio via bilancio della Bce contribuirebbe quindi a ridurre il rischio residuale sopportato dai privati.

In ogni caso, è importante non enfatizzare troppo i benefici della condivisione. Il default di un paese dell'Eurozona è un evento così estremo che è quasi impossibile speculare su cosa potrebbe accadere esattamente. Sarebbe seguito da una ricapitalizzazione delle perdite della banca centrale? In alternativa la banca centrale potrebbe rimanere con patrimonio netto negativo, come la Banca del Cile e la Banca nazionale Ceca hanno fatto per diversi anni. Il default potrebbe causare un'uscita o una rottura dell'Eurozona? Potrebbe essere associato con una forma di assistenza inter-governativa, come nel caso della Grecia? Rispondere a queste domande è praticamente impossibile.

Tuttavia, l'effetto principale del Qe è di ridurre il rischio generale di default aumentando la domanda aggregata e quindi il reddito nominale. Dunque, anche se una parte del rischio residuo fosse traslato sui detentori privati del debito, al diminuire della probabilità di default, lo spread scenderebbe.

DIMENSIONE, VELOCITÀ E DURATA DELL'ESPANSIONE DI BILANCIO

Ma per quanto possa essere importante, la condivisione del rischio non è la questione principale. Ciò che conta è quanti titoli saranno acquistati, con quale maturità e quanto rapidamente, mentre quale banca centrale li deterrà può considerarsi un punto secondario.

Il Qe aumenta la domanda aggregata attraverso diversi canali:

- Effetto liquidità ed effetto di portafoglio.

Vi è accordo generale sul fatto che gli effetti attraverso il primo canale siano contenuti. In molti paesi la domanda di credito rimane piuttosto debole: il vincolo principale sulle banche è la mancanza di capitale più che di liquidità, e i tassi di interesse sono già molto bassi.

- Effetto sui tassi di cambio

Il canale dei tassi di cambio è più importante, ma anche su questo ci sono dubbi: l'Eurozona non è una piccola economia aperta al commercio (le esportazioni esterne sono solo il 20 per cento del Pil) e l'euro si è già indebolito considerevolmente. Questo rende le implicazioni fiscali del Qe uno dei più importanti canali per aumentare la domanda aggregata.

- Implicazioni fiscali

Come ha spiegato William Buiter, quando una banca centrale intraprende un'operazione di Qe sostituisce debito nazionale con denaro, che è una passività non rimborsabile. Questo allenta il vincolo di bilancio intertemporale del governo. Se la banca centrale detiene il debito permanentemente, la riduzione eguaglia l'intero ammontare del Qe. La riduzione equivale invece ai pagamenti sugli interessi se il debito è mantenuto solo temporaneamente o non è rifinanziato alla scadenza. Questo implica che le conseguenze fiscali del Qe sono direttamente correlate alla durata dell'espansione del bilancio della banca centrale. Un'espansione duratura può essere raggiunta con l'acquisto di debito di lungo periodo mantenuto poi fino alla scadenza, o reinvestendo il debito acquistato.

Anche se i consumatori fossero razionali nel senso di Ricardo, l'allentamento del vincolo di bilancio porterebbe a un'immediata espansione della domanda aggregata, purché il percorso di spesa futura previsto dal governo rimanesse invariato. Questo perché i consumatori spenderebbero di più, anticipando un aumento permanente del loro reddito disponibile.

Se invece, come è plausibile, l'equivalenza ricardiana non è rispettata, l'espansione della domanda aggregata può solo avvenire se il governo sfrutta lo spazio fiscale addizionale creato dal Qe per sostenere un deficit maggiore, attraverso tagli fiscali o aumenti di spesa.

Quindi, il Qe può essere un potente strumento per stimolare la domanda aggregata. Proprio come l'"helicopter money", gli effetti espansivi diretti non si basano su aggiustamenti di portafoglio, effetti di liquidità o movimenti dei tassi di cambio.

L'importante è che il Qe sia coordinato con la politica fiscale e che abbia inoltre effetti duraturi, se non permanenti, sulle dimensioni del bilancio della banca centrale.

IMPLICAZIONI DEL QE PER L'EUROZONA

Dal momento che l'effetto annuncio è un importante canale attraverso il quale il Qe opera, la Bce dovrebbe annunciare importi specifici e orizzonti temporali ben definiti: per esempio, l'impegno ad acquistare titoli di Stato di lungo periodo per 60 miliardi di euro al mese per almeno un anno – con l'ulteriore impegno di continuare a comprarne fintantoché il livello dei prezzi non ritorni sul tracciato di crescita del 2 per cento. La Fed, per esempio, ha acquistato 85 miliardi di dollari al mese nella sua ultima operazione di Qe.

In linea di principio, questi titoli dovrebbero essere mantenuti dalla Bce, con rischio condiviso. Se fosse necessario invece ricercare un compromesso all'interno del Consiglio direttivo, sarebbe meglio rinunciare alla condivisione del rischio piuttosto che alle dimensioni e alla durata del Qe.

In conclusione, la Bce dovrebbe spiegare chiaramente come una contestuale espansione fiscale sia cruciale per l'efficacia del Qe. Altrimenti, rischierebbe di essere biasimata per un fallimento di cui non è responsabile, per quanto la parte monetaria del programma possa essere ben elaborata.

Il quantitative easing è l'ultimo strumento che la Bce ha per combattere la deflazione e non dovrebbe essere sprecato tra errori e cattivi compromessi.

Semaforo verde per il Quantitative easing

Guido Ascari, 20/01/15

Parte il Quantitative easing (Qe) della Bce. Anche grazie a un implicito parere positivo dell'avvocato generale presso la Corte di giustizia europea. Un Dossier raccoglie gli interventi de lavoce.info sul Qe, strumento di politica monetaria in cui sono riposte forti aspettative.

UN'OPERAZIONE "COMPATIBILE"

Secondo l'avvocato generale della Corte di giustizia europea Cruz Villalón, il programma *Outright Monetary Transactions* è compatibile con il mandato della Banca centrale europea. L'Omt prevedeva acquisto di titoli del debito pubblico dei paesi dell'Eurozona da parte della Bce, a determinate condizioni. E alcuni cittadini tedeschi (per lo più, politici e opinion maker) erano ricorsi alla Corte costituzionale federale tedesca (Bundesverfassungsgericht, Bverfg) contro lo stesso Governo tedesco ritenuto colpevole di non aver chiesto alla Corte di giustizia europea l'annullamento dell'Omt in quanto operazione che avrebbe violato il mandato della Bce. A sua volta, la Bverfg aveva adito presso la Corte di giustizia europea ponendo due argomentazioni contro la legittimità dell'operazione Omt:

- L'Omt è un'operazione di politica economica che esula dal compito della Bce
- L'Omt viola il Trattato in quanto la Bce finanzia direttamente (monetizza) il debito degli Stati membri.

Il parere dell'avvocato generale confuta entrambe le argomentazioni. Il primo ovvio commento è che si tratta di una vittoria della linea della Bce, contro quella che obiettivamente è una minoranza di "falchi" tedeschi. La decisione era attesa e sarebbe stato sorprendente il contrario. In secondo luogo, il parere ribadisce con forza il principio dell'indipendenza della Bce. Quest'ultima deve godere di margini di discrezionalità nell'esecuzione della politica monetaria in virtù delle proprie competenze e conoscenze tecniche: "I tribunali devono controllare l'attività della Bce usando alquanto moderazione, in quanto mancano della specializzazione e dell'esperienza di cui dispone tale organismo in questa materia". Queste parole dovrebbero scoraggiare ricorsi simili in futuro e sono musica alle orecchie di Mario Draghi.

VIA LIBERA AL QUANTITATIVE EASING

Benché il parere non vincoli formalmente la Corte (che delibererà in futuro), dà il disco verde all'attesa operazione di Quantitative easing da parte della Bce, e si potrebbe argomentare anche a possibili operazioni più "audaci" (helicopter drop?), qualora decise in completa indipendenza e purché adeguatamente motivate come operazioni di politica monetaria nel rispetto del mandato e del perseguimento degli obiettivi della Bce. D'altra parte, il parere pone qualche piccolo paletto all'operare della Bce. Primo, per evitare che l'operazione non si configuri come politica economica, il parere sostiene che la Bce non debba partecipare al programma di assistenza finanziaria. In poche parole, la Troika perde un pezzo e diventa un diumvirato Fondo monetario internazionale e Commissione europea. In secondo luogo, operazioni non convenzionali di questo tipo vanno adeguatamente motivate e devono soddisfare il criterio della proporzionalità (fra misura e problema da risolvere). In terzo luogo, per evitare il finanziamento diretto, la Bce può intervenire sul mercato secondario solo dopo che sia passato un certo tempo dall'emissione, in modo da consentire la formazione di un prezzo di mercato dei titoli. Infine, una volta acquisito il giudizio della Corte europea, la Bverfg dovrà ancora deliberare e potrebbe teoricamente decidere in modo contrario, anche se questa ipotesi è remota. Insomma, buone notizie per la Bce e per il Qe in arrivo. L'ironia di tutto ciò è che il ricorso riguarda l'operazione di maggior successo da parte della Bce, quella che ha dato forma al famoso "whatever it takes", che ha salvato l'euro dalla crisi del debito, e che non è costata un solo centesimo alla Bce perché mai utilizzata: l'annuncio dell'Omt è bastato a far rientrare gli spread senza che la Banca facesse un singolo acquisto di titoli di debito. Vista da questa prospettiva, la vicenda sembra surreale e la dice lunga sulla difficoltà e i difetti dell'architettura di governance nell'Eurozona e sulla delicatezza della sottile linea rossa fra operazioni di politica monetaria e di politica fiscale.

Se i tassi negativi ostacolano il Quantitative easing

Marcello Esposito, 05/09/14

L'anomalia dei tassi di interesse negativi rischia di creare qualche problema nella realizzazione del quantitative easing. Per quanto involontarie e tecniche, si potrebbero creare discriminazioni tra paesi membri, a favore dei più forti. Sempre più urgente rivedere il mandato della Bce.

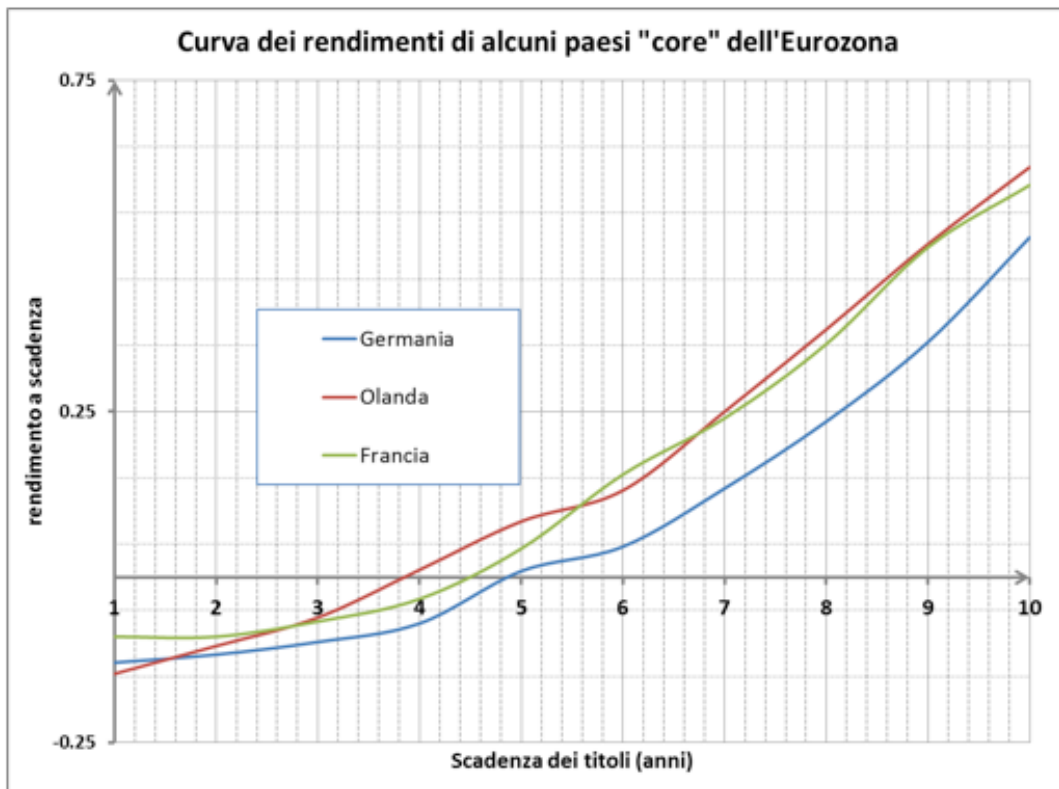
TITOLI CON TASSO NEGATIVO

Alla Bce stanno studiando le modalità di realizzazione dell'annunciato quantitative easing da 500 miliardi di euro, ma l'anomalia dei tassi d'interesse negativi rischia di creare qualche grattacapo per Mario Draghi.

Nel caso dei titoli di Stato, il tasso negativo è una sorta di tassa patrimoniale che si differenzia da altre forme di tassazione solo per il fatto che gli investitori la pagano volontariamente. Qualunque sia il motivo per cui agisce in questo modo, se la banca centrale compra un titolo che esprime un tasso negativo e lo trattiene in portafoglio fino alla scadenza, trasferisce risorse dal proprio bilancio a quello dell'emittente. Tecnicamente, il trasferimento genera una sorta di monetizzazione del debito, che potrebbe essere vietata dai Trattati costitutivi dell'Unione monetaria.

Il problema è che quasi tutti i paesi hanno il tratto iniziale della curva dei titoli di Stato "sotto zero", non solo quelli che godono della tripla A. Nel caso della Germania, i tassi negativi si spingono fino alla scadenza dei 5 anni; in Francia fino a 2 anni. Anche l'Italia, nell'asta di fine 2014, ha visto il Bot a 3 mesi collocato a un prezzo superiore al valore di rimborso. Sarebbe paradossale consentire una monetizzazione, per quanto "tecnica" e modesta, del debito tedesco o olandese, mentre si mostra durezza estrema nei confronti dei paesi "sotto programma".

Figura 1



DUE ALTERNATIVE POSSIBILI

Per evitare l'accusa di utilizzare il Qe per monetizzare il debito pubblico dei paesi membri, la Bce dovrebbe quindi indirizzare i suoi acquisti o sui paesi periferici o sui tratti più lunghi delle curve "core" (come Germania, Olanda o Austria). La prima alternativa è però da escludere, anche perché rischierebbe di trasformare il Qe in una forma mascherata di Omt senza condizionalità. Le aspettative, in realtà, sono di una ripartizione "nazionale" degli acquisti in base alle quote nel capitale Bce (a loro volta determinate in funzione del Pil), facendo gli opportuni aggiustamenti per evitare di ingolfare i mercati dei paesi con il minor rapporto debito/Pil e, forse, escludendo gli emittenti *non investment grade* (la Grecia, ad esempio). Se, quindi, la quota della Germania nel capitale della Bce (ribasata sul totale versato dai paesi dell'Eurozona) è pari al 25,5 per cento, allora il 25,5 per cento del Qe sarà indirizzato sui Bund. In base a questa previsione, l'Italia dovrebbe ricevere il 17,4 per cento. Quindi, se il Qe fosse pari a 500 miliardi di euro, come molti si aspettano, la Bce comprerebbe 125 miliardi di Bund e 87 miliardi di Btp. Questa seconda

alternativa ha il vantaggio di diversificare il rischio creditizio insito nel portafoglio di titoli che la Bce costituirà, ma, se accoppiata alla previsione di evitare investimenti in titoli a tasso negativo, la costringerebbe a sopportare un maggior rischio di *duration* (cioè di esposizione al rischio di perdite in caso di rialzo dei tassi d'interesse). La considerazione che la Bce ha del rischio *duration* non va sottovalutata: nelle specifiche "tecniche" delle *Outright Monetary Transactions*, vincola i propri eventuali acquisti alle scadenze non superiori a quattro anni. D'altro canto, l'acquisto massiccio di obbligazioni a lungo termine vincola la conduzione della politica monetaria, soprattutto in una istituzione dove le ricapitalizzazioni, in caso di perdite, possono avere implicazioni "politiche" non irrilevanti. Per capire il problema, guardiamo al mercato tedesco. I titoli di Stato tedeschi *outstanding* sono pari in valore nominale a 1.124 miliardi, suddivisi tra Bund (i titoli decennali e trentennali), Schatz, Bubills e Bobl. Per avere un termine di paragone, i titoli di Stato italiani sono 1.747 miliardi. I titoli tedeschi con rendimento positivo sono però soltanto 446 miliardi, meno del 40 per cento del totale, ed è probabile che il valore diminuisca ancora con l'approssimarsi del Qe. Se la Bce concentrasse i 125 miliardi di Qe destinati alla Germania sul segmento a tasso positivo, si ritroverebbe a possedere quasi il 28 per cento dei Bund con vita residua 6-30 anni. Un problema analogo si avrebbe con l'Olanda, dove i tassi sono negativi fino a 4 anni e i titoli olandesi a tasso positivo sono circa 154 miliardi. Se la Bce orientasse i 28 miliardi di Qe destinati all'Olanda su questo segmento, si ritroverebbe con il 18 per cento dei titoli olandesi con più di 4 anni di vita residua. Ovviamente, il problema del tasso negativo può essere risolto "in media", combinando accuratamente acquisti a breve termine con acquisti a più lungo termine. Per quanto involontaria e puramente "tecnica", si creerebbe, in ogni caso, un'altra discriminazione tra paesi membri, che favorirebbe i paesi forti a danno di quelli che si trovano in situazioni di maggiore difficoltà. Per le Omt, destinate ai paesi membri sotto attacco speculativo, gli acquisti sarebbero limitati ai titoli con vita residua inferiore a 3 anni. Con il Qe, nel caso della Germania e di altri paesi "core", sarebbe invece necessario spingersi oltre i 5 anni di vita residua per costruire un portafoglio con rendimento medio positivo. E questa è un'ulteriore dimostrazione di quanto sia urgente un ripensamento del

mandato della Bce e un superamento della sclerosi ordo-monetarista
che ne ha vincolato nel tempo l'azione.

Il dilemma della Bce

Guido Ascari, 13/01/15

Il Quantitative easing non è probabilmente lo strumento migliore per stimolare la domanda nell'Europa di oggi. Non avrebbe gli stessi effetti apprezzati negli Stati Uniti e anzi potrebbe causare pericolose bolle nella valutazione degli asset. Però è anche l'unica cosa che la Bce può fare.

QUANTITATIVE EASING IN ARRIVO

L'Eurozona è ufficialmente in deflazione, spinta dalla diminuzione del prezzo del greggio. La deflazione è lo spettro delle banche centrali e tutti si aspettano che la Bce decida per il quantitative easing nella prossima riunione del 22 gennaio, appena prima delle elezioni greche.

La Bce deciderà di usare il bazooka? Credo proprio che oggi non abbia molte alternative al quantitative easing.

Primo, perché Mario Draghi ha già anticipato la misura varie volte in diversi interventi pubblici, per ultimo nella sua intervista di fine anno a *Handesblatt*. Non reagire di fronte a un peggioramento così marcato della dinamica dei prezzi, potrebbe minare la sua credibilità, una delle risorse più importanti per una banchiere centrale.

Secondo, il Qe è già scontato dal mercato, almeno nei dati sui rendimenti dei titoli di Stato e sugli spread fra periferia (Grecia ovviamente a parte) e Germania. Il mercato se lo aspetta, il che in un certo senso costringe Draghi a non sorprenderlo, per non infiammare di nuovo gli spread.

UN BAZOOKA DISARMATO

Insomma, Qe s'ha da fare. Il problema è che il bazooka ha le polveri bagnate. Molti economisti concordano sul fatto che è illusorio pensare che possa avere nell'Eurozona gli stessi effetti che ha avuto negli Stati Uniti (e anche per gli Usa comunque non esiste evidenza empirica convincente che lo strumento sia stato d'aiuto per uscire dalla crisi, al netto di altri fattori).

Il Qe agisce sostanzialmente sui rendimenti dei titoli di Stato e si riflette poi sui tassi di interesse a lungo termine. Questo dovrebbe stimolare gli investimenti e, tramite un aumento del prezzo degli asset, la domanda

aggregata. Sono molte le ragioni per cui questo canale è oggi meno importante nell'Eurozona. Sintetizzando, se ne possono ricordare alcune: le piccole e medie imprese europee si rivolgono più alle banche che al mercato, le famiglie europee detengono più asset liquidi e meno azioni, devono fornire alla banca un deposito maggiore per ottenere un mutuo e l'accesso al credito è più difficile. Questo significa che di fronte a un aumento del prezzo delle case, le famiglie non proprietarie tenderanno a risparmiare di più, mentre quelle proprietarie non potranno utilizzare un facile rifinanziamento del mutuo per aumentare le proprie spese. In linguaggio più tecnico, l'effetto ricchezza tramite il canale del collaterale in famiglie soggette a vincoli di liquidità dovrebbe funzionare meno.

Va poi aggiunto che in un clima di incertezza come quello che caratterizza oggi l'Eurozona, "il cavallo non beve": abbassare i tassi per stimolare la domanda semplicemente non funziona in assenza di un cambiamento nelle aspettative (vedi il flop del Tltro). E le aspettative si potrebbero ribaltare – forse – solo con un segnale forte, come una dimensione sorprendente dell'operazione di Qe, a livelli Usa, anche se l'esperienza giapponese qualche dubbio lo pone. In ogni caso, è decisamente improbabile che accada, data la contrarietà della Bundesbank a questa operazione.

Contrarietà dovuta al fatto che il Qe mette a rischio il bilancio della Bce se dovessero esserci future perdite sui valori dei titoli acquistati. In parte il rischio è implicito nella natura dell'operazione, dato il valore bassissimo dei rendimenti attuali. Si dovesse procedere all'operazione contraria in futuro, lo si farebbe probabilmente a tassi più elevati e valori dei titoli più bassi. Il rischio reale oggi è quello di acquistare titoli di Stati che in futuro potrebbero voler contrattare una ristrutturazione del debito, se non addirittura ripudiarlo. Alla vigilia delle elezioni greche, è un rischio fortemente percepito dalla Bundesbank e da qui la sua insistenza sul fatto che i titoli di debito pubblico siano a carico degli Stati nazionali.

Infine, una banca centrale si sente sempre un po' a disagio ad acquistare titoli di Stato perché è uno scivolare verso quella "dominanza fiscale" che la dottrina dell'indipendenza rifugge (da cui la decisione della Corte costituzionale tedesca sull'Omt).

Semplicemente, QE da solo non basta per rilanciare la domanda. Inoltre potrebbe essere pericoloso causando bolle nelle valutazioni degli asset e

rischio per il bilancio della Bce, e renderebbe la stessa Bce potenzialmente ostaggio dei governi.

Però è l'unica cosa che oggi la Bce può fare. È questa la contraddizione di Draghi, che sembra rimasto l'unico a dimostrare piena volontà di salvare il disegno europeo.

Perché il Quantitative easing potrebbe funzionare

Angelo Baglioni, 16/12/14

Non è vero che il quantitative easing è destinato a fallire in un sistema finanziario dominato dalle banche, come quello della zona euro. È una strada da percorrere, anche se da solo non basta. E il suo obiettivo non è abbassare lo spread, ma contribuire al sostegno della domanda aggregata.

PERCHÉ LA BCE PASSERÀ AL QE

L'esito della seconda operazione a lungo termine (T-Ltro) di dicembre non lascia spazio a dubbi: se vuole veramente aumentare la dimensione del suo bilancio, la Banca centrale europea deve cambiare passo. Tra settembre e dicembre, le banche europee hanno preso a prestito poco più di 200 miliardi sui 400 disponibili, nonostante le condizioni estremamente favorevoli: tasso d'interesse dello 0,15 per cento per un prestito a quattro anni. Tenendo conto che nei prossimi due mesi le banche dovranno portare a termine la restituzione delle operazioni a lungo termine (Ltro) fatte tre anni fa, per circa 300 miliardi residui, il bilancio della Bce sta dimagrendo tramite questo canale (rifiinanziamento a lungo termine), anziché ingrassando.

Le ragioni dell'insuccesso sono note: la domanda di credito è bassa e il rischio di credito è alto. Le banche sono quindi riluttanti a prendere a prestito soldi di cui non sanno cosa fare. "Parcheggiare" la liquidità in attesa di tempi migliori può essere costoso (i tassi d'interesse sulle riserve in eccesso presso la Bce e sul segmento a brevissimo termine dell'interbancario sono negativi) e anche rischioso: se le banche italiane comprano titoli pubblici aumentano la loro già alta esposizione al rischio sovrano. Occorre quindi passare a una gestione più attiva del bilancio della banca centrale, acquistando titoli sul mercato. Questo è quello che va sotto il nome di *quantitative easing*. In realtà la Bce ha già cominciato a muoversi in questa direzione, ma in modo troppo timido. Gli acquisti di *covered bonds* bancari e di *asset backed securities* (Abs) sono briciole rispetto all'obiettivo che la Bce si è posta: aumentare la dimensione del suo bilancio di circa mille miliardi. Anche l'estensione degli acquisti *aicorporate bonds* lascia poche speranze, data la limitata dimensione di

questo mercato nella zona euro. Non resta che comprare titoli di Stato. Questo passaggio sta creando una lacerazione all'interno della Bce, a causa della opposizione dei membri tedeschi del *Governing Council* e dei loro alleati, i quali temono che questa strada allenti la disciplina di mercato nei confronti dei governi portati a spendere troppo. Tuttavia, è una decisione che prima o poi verrà presa, seppure non all'unanimità, prevedibilmente nei primi mesi del prossimo anno. Il presidente Draghi è stato molto chiaro nella conferenza stampa del 4 dicembre: è disposto a fare passare una decisione a maggioranza, pur di rispettare il suo mandato di mantenere l'inflazione vicino al 2 per cento (mentre ora sta scivolando verso lo zero).

FUNZIONERÀ?

La vera domanda ora è: il Qe funzionerà? Per rispondere, bisogna considerare i canali di trasmissione della politica monetaria "non convenzionale" all'economia reale. Prendendo spunto dal discorso di Mario Draghi del 21 novembre (*European Banking Congress*, Francoforte), possiamo individuarne quattro.

- 1) Coloro che venderanno alla banca centrale titoli di Stato riceveranno in cambio soldi, che useranno per comprare altre attività finanziarie (*corporate bonds*, azioni) e reali (case). I prezzi di queste attività aumenteranno, con effetti positivi su debitori e creditori. Famiglie e imprese avranno a disposizione maggiori garanzie per prendere a prestito soldi dalle banche. Queste, a loro volta, avranno un patrimonio più elevato, che consentirà loro di offrire più prestiti.
- 2) La liquidità immessa verrà in parte usata da chi la riceve per comprare attività estere, facendo così cadere il valore dell'euro rispetto alle altre valute. La svalutazione favorirà le nostre esportazioni nette.
- 3) Se il Qe godrà di sufficiente credibilità, farà aumentare le aspettative di inflazione, ora ridotte al lumicino. Di conseguenza si ridurranno i tassi di interesse reali, con un impatto positivo sull'attività di investimento.
- 4) Infine, gli acquisti di Abs dovrebbero fare ripartire questo mercato, e per questa via stimolare l'offerta di nuovi prestiti bancari, che sono l'attività sottostante sulla quale costruire le operazioni di cartolarizzazione.

Questi quattro canali ci dicono che, in linea di principio, il Qe può funzionare anche in una economia come la zona euro, caratterizzata da

un sistema finanziario banco-centrico, dove la maggior parte del credito viene canalizzato attraverso le banche. Non è vero quello che alcuni sostengono, cioè che il Qe può funzionare solo in economie, come quelle anglosassoni, dove il ruolo dei mercati dei capitali è preponderante rispetto a quello delle banche commerciali. È difficile quantificare *ex ante* l'impatto del Qe sulle economie della zona euro. Va da sé che da solo non può bastare a farle uscire da una crisi profonda come quella attuale: la politica fiscale e le riforme devono fare la loro parte. Tuttavia queste non sono buone ragioni per rinunciare a uno strumento che può essere utile. Va anche chiarito che la sua finalità non è quella di ridurre il famoso spread tra i titoli di Stato di diversi paesi, che è già basso. Il suo scopo è piuttosto quello di contribuire al sostegno della domanda aggregata di beni e servizi, favorendo così la ripresa economica.

Bce verso il Quantitative easing?

Angelo Baglioni, 04/09/14

Il taglio dei tassi non è la misura più significativa presa dalla Banca centrale europea. Più importante è l'acquisto di asset backed securities e di covered bonds, che aumenterà la dimensione del bilancio Bce. Speriamo che questo sia un passo decisivo verso il quantitative easing.

TAGLIO DEI TASSI E SVALUTAZIONE DELL'EURO

La riunione del 4 settembre 2014 della Bce ha sorpreso i mercati per l'**ulteriore limatura ai tassi d'interesse**, già su livelli prossimi allo zero. In realtà, quelli sui depositi delle banche presso la Bce stessa erano addirittura negativi, e da oggi lo saranno ancora di più: le banche dovranno pagare 20 punti base per tenere riserve presso la Banca centrale (in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria). Sulla scarsa efficacia di tassi negativi ci siamo già espressi: difficilmente questa misura può convincere le banche a riattivare l'offerta di prestiti alle imprese. Va però riconosciuto che, portando il tasso d'interesse sul mercato interbancario a livelli molto bassi o addirittura negativi, potrebbe indurre le banche a **spostare liquidità su altre valute**, indebolendo così il cambio dell'euro: questo sì sarebbe un effetto espansivo, di cui abbiamo bisogno.

ACQUISTO DI ABS E DI COVERED BONDS: VERSO IL QE?

Tuttavia, la misura più significativa è il passaggio alla **fase operativa dell'acquisto di Abs** (*asset backed securities*). Si tratta di obbligazioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione di prestiti alle imprese. Per evitare gli errori del passato, si dovrebbe trattare di **titoli semplici e trasparenti**, evitando le operazioni complesse che diedero luogo ai *toxic assets* di triste memoria. Rivitalizzare questo mercato consentirebbe di convogliare verso le imprese un po' del risparmio delle famiglie raccolto dalle assicurazioni e dai fondi pensione, che potrebbero diversificare il loro portafoglio investendone una quota (anche piccola) in Abs, anziché concentrarla solo sui titoli di Stato. Inoltre, queste operazioni consentirebbero alle banche di risparmiare patrimonio, dando quindi una mano a sostenere l'offerta di prestiti. In aggiunta a questa misura, che era prevista, la Bce ha annunciato **a sorpresa l'acquisto di covered**

bonds: titoli emessi dalle banche a fronte di specifici asset (quali i mutui). Al di là dei dettagli tecnici (che verranno precisati in ottobre), quello che interessa di più è che Mario Draghi sta gradualmente, ma fermamente, spingendo la Bce verso il *quantitative easing*. Gli acquisti di Abs vengono denominati dagli addetti ai lavori "*credit easing*": interventi su uno specifico mercato per ridare liquidità agli strumenti lì scambiati. Furono attuati anche dalla Fed a partire dal 2008. È interessante notare come Draghi abbia sottolineato che queste operazioni porteranno a un incremento della **dimensione del bilancio** della Bce. Con un pizzico di ottimismo, possiamo ritenere che rappresentino l'anticamera verso il vero e proprio *quantitative easing*: l'intervento sul mercato dei titoli di Stato.

Naturalmente, nel completare questo percorso, Draghi troverà **resistenze da parte della componente tedesca** del Consiglio Bce. Tuttavia, è stato molto chiaro nel discorso di Jackson Hole: il fondamentale svantaggio dei governi europei rispetto a quelli di altri paesi (Usa, Gran Bretagna, Giappone) è che essi non dispongono di un finanziamento di riserva ("*backstop for government funding*") da parte della banca centrale. In altre parole, bisogna che la Bce assuma esplicitamente il **ruolo di prestatore di ultima istanza dei governi**, per metterli al riparo dalla speculazione dei mercati. Il programma Omt è stato molto efficace nella fase di annuncio, portando a una drastica riduzione degli spread sovrani nella zona euro, ma potrebbe rivelarsi insufficiente se messo alla prova, a causa della condizionalità a cui è sottoposto. Convincere i tedeschi ad andare oltre quel programma sarà difficile, ma è vitale per la zona euro. Solo così la politica fiscale potrà contribuire a sostenere la domanda aggregata, condizione essenziale per uscire dalla fase recessiva che stiamo vivendo.

Bce il bello deve ancora venire

Angelo Baglioni, 06/06/14

Draghi ha annunciato misure che potremmo definire storiche, ma la cui efficacia è dubbia. La vera svolta sarà il quantitative easing, che però deve ancora arrivare. I provvedimenti annunciati da Mario Draghi, quando entreranno in vigore e gli effetti che dovrebbero avere.

LE DECISIONI DELLA BCE

Il 5 giugno 2014 è destinato a essere ricordato come una **data storica per la Banca centrale europea**: è stato annunciato un pacchetto di misure ampio e innovativo. Tuttavia, il giudizio sulla efficacia dei provvedimenti è misto, e soprattutto manca ancora il piatto forte: il *quantitative easing*. Ma andiamo con ordine. Le misure annunciate riguardano tre aspetti: 1) tassi d'interesse; 2) trasmissione della politica monetaria tramite il canale bancario; 3) misure di politica monetaria "non convenzionale". Ho elencato i tre tipi di misure in ordine crescente di efficacia; purtroppo, sono anche in ordine di tempo in relazione alla loro entrata in vigore e al dispiegarsi dei rispettivi effetti.

TASSI DI INTERESSE

Tassi d'interesse: efficacia bassa, subito. La riduzione dei tassi d'interesse entra subito in vigore, ma avrà un effetto marginale, se non altro per l'entità del provvedimento: 15 punti base. Del resto non può che essere così: ormai abbiamo raggiunto il *lower bound*, e la manovra dei tassi d'interesse è ormai un'arma spuntata. Il fatto che il tasso d'interesse sui depositi che le banche detengono presso la banca centrale sia diventato negativo (10 punti base) non sarà determinante nell'indurle ad aumentare i prestiti alle imprese. Come abbiamo commentato già un anno fa, la quantità di depositi detenuti presso la Bce (peraltro in continua riduzione) non indica necessariamente che siano soldi inoperosi: alla fine della giornata le riserve bancarie non possono che stare presso la Bce, indipendentemente dal loro utilizzo. Inoltre, l'offerta di credito bancario è in continuo calo perché il **rischio di credito è alto** e non sono certo 10 punti base di penalizzazione a convincere una banca a prestare i soldi a un'impresa.

Fa parte della politica monetaria convenzionale anche la *forward*

guidance, cioè l'annuncio che i tassi resteranno bassi per un lungo periodo di tempo e che le operazioni di politica monetaria continueranno a essere **a rubinetto** (tasso fisso e quantità illimitata) fino alla fine del 2016. Peraltro, la liquidità non è il problema: è abbondante e a buon mercato da molto tempo, ma ciò non basta per fare riprendere il credito bancario (su cui pesa ovviamente anche la debolezza della domanda).

TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Trasmissione della politica monetaria: efficacia media, tra qualche mese. Qui arriva una novità interessante: le *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TlTRO). In sostanza, le banche potranno prendere a prestito dalla Bce sulla scadenza di quattro anni a un tasso molto conveniente (quello di policy più 10 punti base, quindi oggi è lo 0,25 per cento); il prestito della Bce sarà **proporzionale a quelli che le banche fanno a loro volta alle imprese** (sono esclusi i prestiti allo Stato e i mutui immobiliari alle famiglie). Più in dettaglio: nelle due operazioni di settembre e dicembre 2014, una banca potrà prendere a prestito il 7 per cento dello stock di prestiti alle imprese rilevato alla fine di aprile 2014; tra marzo 2015 e giugno 2016, potranno trimestralmente prendere a prestito un ammontare pari a tre volte il flusso netto di nuovi prestiti. Ci vorranno diversi mesi perché le banche attingano a questo rubinetto e perché esso si traduca eventualmente in maggiori prestiti alle imprese. Si noti che **non c'è un vero e proprio vincolo** a utilizzare i soldi ricevuti in prestiti alle imprese (anche se le banche che non soddisferanno determinate condizioni in termini di volume di prestiti dovranno restituire le somme anticipatamente, a settembre 2016). Inoltre, le ragioni per cui i prestiti alle imprese sono in calo non risiedono nella carenza di liquidità a basso costo, ma sono altre: rischio di credito, bassa domanda, vincoli patrimoniali. Del resto, il programma *Funding for Lending* inglese (al quale le TlTRO della Bce si ispirano) non ha avuto grande successo: in una prima fase si è tradotto in un aumento dei mutui immobiliari, che poi sono stati esclusi dal programma; tuttavia, i dati più recenti ci dicono che comunque non è riuscito a invertire la tendenza calante dei prestiti bancari. Speriamo che con le TlTRO vada meglio, ma il limite di fondo dello strumento rimane: punta sul canale bancario. Per questo le altre banche centrali hanno fatto ricorso

al *quantitative easing*, acquistando direttamente attività finanziarie sul mercato, per immettere liquidità in settori dell'economia **diversi** dalle banche: investitori istituzionali (assicurazioni, fondi pensione, fondi di investimento) e imprese non finanziarie. E questo ci porta al punto successivo.

ACQUISTO DI ATTIVITÀ FINANZIARIE SUL MERCATO

Acquisto di attività finanziarie sul mercato: efficacia alta, in futuro.

L'annuncio più interessante riguarda l'accelerazione della fase di studio degli acquisti di *Asset Backed Securities* (Abs) da parte della Bce. Unitamente alla Bank of England, la Bce ha pubblicato la settimana scorsa un *Discussion Paper*, nel quale si sostiene la necessità di riattivare il mercato delle Abs, purché si tratti di **operazioni semplici** (evitare "securitisation di securitisation" e prodotti sintetici), trasparenti (diffondere le informazioni sui prestiti sottostanti) e con opportuni vincoli per gli emittenti (*retention requirement*) al fine di scoraggiare comportamenti scorretti. La rinascita di questo mercato potrebbe rappresentare una **opportunità di investimento per gli intermediari non bancari**, consentendo così alle imprese (anche medie e piccole) di accedere al risparmio da loro raccolto. Se la Bce intervenisse direttamente sul mercato, potrebbe dare un contributo decisivo allo sviluppo del mercato stesso. Speriamo che l'intensificazione della fase di studio si traduca presto in decisioni operative.

Tuttavia, occorre che l'intervento sul mercato delle Abs sia solo il primo passo di un più ampio programma di *quantitative easing*, attraverso l'acquisto di altre attività sul mercato finanziario, in modo da non fare più affidamento unicamente sul canale bancario per la trasmissione della politica monetaria. Su questo fronte, la **Bce è in netto ritardo** rispetto alle altre banche centrali, che hanno introdotto il QE alcuni anni fa (e anzi sono adesso nella fase di *exit*). Ma qui la Bce si scontra con **due debolezze strutturali dell'area euro**: un mercato *dicorporate bonds* relativamente piccolo, a causa della tradizione "banco-centrica" del sistema finanziario continentale; e la mancanza di un debito pubblico federale, ragion per cui l'acquisto di titoli di Stato può essere visto come un "favore" ai paesi ad alto debito. Nonostante sia consapevole delle difficoltà, Mario Draghi non ha escluso sviluppi in questa direzione. Speriamo in bene, perché il tempo stringe.

Cosa può fare la Bce contro i rischi di deflazione

Marcello Esposito, 08/04/14

La Bce non ha abbassato i tassi, ma aperto la strada a un nuovo quantitative easing. Un altro fattore ha contribuito alla stretta creditizia: i requisiti di patrimonializzazione delle banche in vista dell'Unione bancaria. L'indebolimento del cambio dell'euro.

TASSI INVARIATI

La riunione della **Banca centrale europea** del 3 aprile è terminata senza un taglio dei tassi, ma con una disponibilità "unanime" a considerare misure "non convenzionali" di politica monetaria qualora dovesse concretizzarsi il rischio di un periodo prolungato di bassa inflazione. D'altro canto, Mario Draghi ha parlato a pochi giorni dalla pubblicazione del dato di **inflazione** di marzo, che ha registrato un ulteriore calo allo 0,5 per cento per la media dell'eurozona, con quattro paesi che hanno già tassi negativi (Cipro, Grecia, Portogallo, Slovacchia) e altri quattro molto prossimi allo 0 per cento (Spagna, Slovenia, Irlanda e Italia). Anche se in una fase come l'attuale è lecito attendersi un segnale "espansivo" sui tassi d'interesse da parte della banca centrale, il mercato non ha interpretato negativamente l'inazione della Bce perché gli interventi che possono far ripartire l'economia sono in realtà diversi e in parte sono stati lasciati intravedere nel tradizionale *Questions&Answers* che è seguito alla riunione.

La principale misura (magari non convenzionale per la Bce, ma piuttosto standard per una banca centrale "normale") consiste nell'abbandonare il mantra della neutralità rispetto al tasso di cambio, spingendo per una **significativa svalutazione dell'euro** rispetto ai livelli attuali. **(1)** La crescente attenzione di Draghi all'andamento del cambio e la preoccupazione per gli effetti deflazionistici che un valore troppo elevato può causare sono elementi sicuramente positivi e apprezzati dal mercato.

Ma la Bce non deve dimenticare il ruolo che *l'asset quality review* sta giocando nel deprimere **l'erogazione del credito** in Europa. La fase di preparazione all'Unione bancaria spinge le banche ad anticipare i tempi di adeguamento agli ambiziosi obiettivi di patrimonializzazione di **Basilea 3** proprio nel momento in cui invece l'economia avrebbe più bisogno di

credito. Il processo è in larga parte inevitabile, ma la Bce può fare molto per evitare che la ricerca della sicurezza venga esasperata. Ad esempio, non cedendo alle pressioni di chi vedrebbe favorevolmente l'applicazione di coefficienti di assorbimento patrimoniale anche sui titoli di Stato dell'Eurozona.

In tale contesto, non è molto efficace l'abbassamento del tasso a brevissimo, soprattutto quando si è ormai prossimi allo zero (0,25 per cento) e si è fornita una *forward guidance* che è riuscita ad ancorare le aspettative di tassi nulli o quasi per un lungo periodo di tempo. Anche l'opzione di tassi negativi è un'arma spuntata. Da un lato, è difficile immaginare tassi significativamente negativi: alla meno peggio le banche trovano altre forme di parcheggio della liquidità, senza che questo si traduca necessariamente in una ripartenza del credito all'economia. Dall'altro, l'impatto psicologico di una mossa così estrema su un'opinione pubblica già molto critica nei confronti della Bce potrebbe determinare conseguenze imprevedibili, soprattutto se l'argomento venisse strumentalizzato prima delle elezioni europee di fine maggio.

VERSO UN NUOVO QUANTITATIVE EASING?

L'alternativa, già percorsa in passato e molto simile nei suoi effetti al *quantitative easing* consiste nella riproposizione di **operazioni "repo" a lungo termine** (Ltro). Alcuni stimano che l'impatto sull'inflazione sarebbe dell'ordine di 0,2-0,8 per cento ogni 1.000 miliardi di liquidità così immessa. Il QE *strictu sensu* rimane difficilmente praticabile, a mio parere, nelle more del pronunciamento della Corte di giustizia europea richiesto dalla Corte di Karlsruhe sulle Omt (vedi [qui](#) per analisi della vicenda). A differenza del QE, con l'Ltro sono le banche a decidere cosa comprare con i soldi ricevuti in prestito dalla Bce. Anche se l'effetto è identico, il dettaglio tecnico consente di evitare ulteriori polemiche con la Corte. Si tratta inoltre di un **prestito** e, quindi, la liquidità immessa nel sistema può essere facilmente riassorbita alla scadenza del repo, come è successo con i due precedenti Ltro, senza correre alcun rischio che le dinamiche degli aggregati monetari possano andare fuori controllo. Le recenti dichiarazioni di **Jens Weidmann**, apparentemente favorevoli a un QE/Ltro che abbia a oggetto non solo titoli di Stato ma anche (o solo) obbligazioni private, purché "top rated", appaiono come un mix di apertura e provocazione, alla luce delle sue audizioni presso la Corte di

Karlsruhe e delle innumerevoli esternazioni del recente passato. Non è tra l'altro chiaro di quali emittenti privati Weidmann stia parlando. Il grosso del mercato in Europa è costituito da emissioni bancarie. Che senso avrebbe obiettare a un QE sui Btp e invece accettare un QE su obbligazioni emesse da una banca italiana? A meno che l'obiettivo di Weidmann non sia quello di rilanciare in grande stile **cartolarizzazioni**, Clo, Abs e così via. Ma se la Bce acquista le tranche senior, bisogna poi trovare chi si compra il *mezzanine* e il *junior*, e in ogni caso il mercato dei corporate bond non ha neanche lontanamente lo spessore e la liquidità sufficiente per reggere all'impatto di un *quantitative easing*. Solo per avere un'idea dei numeri in campo, il totale dei corporate bond denominati in euro ed emessi da soggetti residenti nell'area dell'euro si aggira nel 2014 attorno agli **890 miliardi** di euro (fonte: ECB), mentre le obbligazioni governative sono pari a 6.459 miliardi di euro e le obbligazioni emesse da istituzioni finanziarie sono pari a 6,612 miliardi. Solo nel primo Ltro 3y del 2011 furono immessi nel sistema 490 miliardi di euro, pari a oltre il 50 per cento dei corporate bond outstanding. Infine, Weidmann dimentica che le corporation seguono il rating del paese, quindi la sua precisazione sugli acquisti di bond "top rated" accentua il carattere provocatorio della proposta. L'attività di acquisto si concentrerebbe sugli emittenti dei paesi core e sulle big cap, accentuando lo **svantaggio competitivo delle aziende localizzate nei paesi periferici** rispetto ai concorrenti con sede nei paesi core e alterando la competizione tra aziende grandi e aziende piccole.

INDEBOLIRE IL CAMBIO

Molto più interessanti delle provocazioni di Weidmann, le ipotesi che iniziano a circolare di un intervento non convenzionale che abbia come obiettivo l'indebolimento del cambio più che l'abbassamento ulteriore della curva dei governativi europei, quindi consentendo l'**acquisto di titoli governativi esteri** della massima qualità e liquidità (Us T-Bond o Japanese Government Bond, per esempio).

L'euro si è apprezzato rispetto al dollaro di un 8 per cento rispetto alla scorsa primavera e del 14 per cento rispetto alla primavera del 2006. Un apprezzamento che **non ha alcuna giustificazione nella dinamica dell'economia reale**: nel 2013 il Pil europeo ha registrato un risultato inferiore rispetto a quello Usa di un -2,4 per cento. Non ha molto senso

che l'economia mondiale si appoggi sulle spalle di un'Eurozona provata da anni di recessione. Un cambio euro-dollaro che ritorni verso i livelli pre-crisi (1,2 contro dollaro) ridarebbe un po' di fiato alla crescita del Pil: anche ipotizzando una "reazione" mediana al deprezzamento, il Pil potrebbe subire un impulso positivo di quasi lo 0,7 per cento. Inoltre, ne beneficerebbero soprattutto i settori *export-oriented* dei paesi periferici e quindi, rispetto a una generalizzata riduzione del *refi rate*, sarebbe più efficace nel ribilanciare il ciclo economico dell'Eurozona.

Nella battaglia alla deflazione non esistono tuttavia solo gli strumenti di politica monetaria, ancorché eterodossi. La Bce sta per assumere un ruolo centrale nella **vigilanza del sistema bancario**, nel cuore quindi del macro-processo di erogazione del credito. È vero che la contrazione del credito è stata causata dall'atteggiamento prudentiale delle banche in un contesto economico in deterioramento. Ma, nell'ultimo periodo, il *credit crunch* è stato accentuato dal processo di preparazione alla **Unione bancaria** che ha visto un'accelerazione contemporanea nei progetti di patrimonializzazione dell'intero sistema bancario europeo. Salvo sorprese, di fatto è stato anticipato al 2014 il raggiungimento degli obiettivi di patrimonializzazione posti dall'ambizioso Basilea 3, ripulendo i bilanci (per tutti, si veda la perdita monstre da 14 miliardi di Unicredit nell'ultimo trimestre del 2013) e varando **corposi aumenti di capitale**. Questo processo terminerà a breve, entro l'anno. Quello che può fare la differenza per gli anni a venire è una Bce sicura nelle sue nuove attribuzioni, che non esageri con le richieste di patrimonializzazione del sistema creditizio e imposti la vigilanza sulle **forme "attive" di controllo** e non solo sulle difese "passive" e "statiche". La Bce deve evitare la ricerca della sicurezza assoluta, che nel mondo del credito non esisterà mai, e non deve cedere alle pressioni di chi vedrebbe favorevolmente l'applicazione di coefficienti di assorbimento patrimoniale sui titoli di Stato. Non tutti in Europa sono "top rated" come la Germania e in una Unione che si vuole duratura non possono esistere figli e figliastri.

Il più grande esperimento monetario della storia

Tommaso Monacelli, 08/04/13

La Banca centrale del Giappone ha annunciato un radicale cambio di regime nella propria condotta. Non è una semplice manovra di politica espansiva, è il tentativo di uscire dalla trappola deflazionistica. Sul suo successo non mancano i dubbi. Come risponderanno la Fed e la Banca centrale europea?

CAMBIO DI REGIME

La politica monetaria vive tempi eccezionali. Con l'insediamento del nuovo governatore, la **Banca centrale del Giappone** (BoJ) ha annunciato un radicale cambio di regime nella propria condotta, basato su tre pilastri. Primo, *inflation targeting*: un obiettivo numerico del 2 per cento di inflazione (da perseguire "nel più breve tempo possibile"). Secondo, *quantitative easing*: un'espansione (entro la fine del 2014) del 100 per cento della **base monetaria**. **(1)** Terzo, *qualitative easing*: una ricomposizione del mix di acquisto di titoli in favore di titoli più rischiosi. Considerando l'orizzonte breve in cui verrà attuato, si tratta, potenzialmente, del più ampio esperimento di espansione della quantità di moneta nella storia economica dei paesi sviluppati. Interpretazioni frettolose descrivono il cambio di regime monetario come una semplice **manovra di politica espansiva**, volta a stimolare l'economia. Come tale, da mettere in contrasto con il presunto vizio di austerità di cui sarebbe vittima la politica economica (monetaria e fiscale) in Europa. Credo invece che il nuovo regime di BoJ si possa comprendere solo a partire dal concetto di **trappola deflazionistica**.

LIVELLO ZERO PER I TASSI DI INTERESSE

Supponiamo che in una economia si diffonda l'aspettativa di una caduta futura della produzione e del reddito (si noti, solo l'**aspettativa**). A sua volta, ciò genera l'aspettativa di un futuro calo dei prezzi (deflazione attesa). In condizioni normali, la politica monetaria reagisce ad aspettative di deflazione abbassando il tasso di interesse nominale in modo più che proporzionale, per indurre una caduta del tasso reale (la *differenza* tra tasso nominale e aspettative di inflazione). La caduta

del tasso reale è stabilizzante, nel senso che stimola consumi e investimenti e quindi neutralizza l'iniziale pessimismo sull'attività economica futura.

Supponiamo invece che abbassare il **tasso nominale** non sia possibile, perché ha già raggiunto il limite inferiore di zero, come in Giappone da circa dieci anni, e negli Usa da tre. In questa situazione, deflazione attesa causa un *aumento* (e non una diminuzione) dei tassi reali. Tassi reali più alti scoraggiano consumi e investimenti, ratificando ex-post proprio quelle aspettative pessimistiche iniziali da cui è partito il ragionamento. In breve, quando i tassi nominali sono al limite inferiore di zero, aspettative di deflazione *si auto-realizzano*, generando una stagnazione prolungata nel tempo di redditi e consumi. La cosa peggiore è che la stagnazione si autoalimenta. Ecco perché è una trappola. Con l'annunciato cambio di regime, la BoJ cerca, in modo vigoroso, proprio di invertire il segno delle aspettative sull'andamento dei prezzi: di passare, cioè, da **deflazione** attesa a **inflazione** attesa. Proprio per interrompere definitivamente il circolo vizioso della trappola deflazionistica.

Trappole deflazionistiche sono quindi possibili solo quando un'economia raggiunge il vincolo dei **tassi a zero**. Perché, allora, una banca centrale decide di arrivarci a tassi zero? Non è un errore madornale di politica monetaria? Alcuni critici spesso argomentano contro l'idea stessa di portare i tassi d'interesse a zero. Generalmente appartengono alla scuola di coloro che ritengono che tassi di interesse "troppo bassi" inducono cosiddette "bolle speculative".

Come per qualsiasi prezzo di mercato, in realtà, definire i tassi di interesse troppo bassi (o troppo alti) non ha alcun senso. Troppo bassi (o alti) rispetto a quale riferimento? Esistono ottime ragioni per pensare che sia in Giappone come negli Stati Uniti (e in Europa) i tassi di interesse, seppur a livello zero, siano in realtà ancora **troppo alti**, anziché troppo bassi. Questo perché le economie sviluppate, dopo lo shock della crisi del 2007-08, aggravata dalla crisi dell'euro, necessiterebbero in realtà di tassi di interesse nominali fortemente negativi. Poiché ciò non è tecnicamente possibile, tassi a zero continuano, in molti paesi, a essere tuttora troppo elevati. Per altro, tassi nominali a zero per ben dieci anni non hanno alimentato nuove bolle speculative o crisi finanziarie in Giappone.

Il punto quindi non è perché si sia raggiunto il limite inferiore dei tassi a zero. Ciò che li spinge a zero può essere (come per la Fed tra il 2007 e il

2008) il normale tentativo di una banca centrale di rispondere a un iniziale forte shock recessivo. Così forte che necessita, per contrastarlo, di tassi di interesse tanto bassi da diventare negativi. Il punto chiave è che quando l'economia raggiunge questa situazione, il pessimismo sulle condizioni economiche future si auto-realizza. Perciò una trappola deflazionistica è la ragione centrale della **persistenza** della recessione, non della sua insorgenza iniziale.

DUBBI SUL SUCCESSO DELL'ESPERIMENTO

L'esperimento della BoJ è di grande interesse. Una specie di esperimento naturale di teoria monetaria. È destinato ad avere successo? Ho alcuni dubbi, per almeno quattro ragioni.

Primo, per incidere sulle aspettative di deflazione (o inflazione) bisogna essere **credibili**. Non è del tutto chiaro, per ora, se il nuovo regime di *inflation targeting* di BoJ sia da considerarsi un nuovo regime stabile, oppure solo un obiettivo transitorio.

Secondo, semplici nozioni di teoria monetaria ci insegnano che, per indurre un incremento stabile del livello dei prezzi, un aumento della quantità di moneta deve essere **permanente**. È credibile che un aumento del 100 per cento della base monetaria in un orizzonte di un anno e mezzo rimanga permanente?

Terzo, è plausibile supporre che l'effetto sui prezzi di espansioni della quantità moneta dipendano dallo stato dell'economia. Sono facilmente e velocemente inflattive quando l'economia va bene, ma faticano a esserlo quando l'economia è in **stagnazione**. Questo perché aumentare la base monetaria è solo una condizione necessaria perché maggiore quantità di moneta raggiunga il sistema economico. La banca centrale può anche raddoppiare la base monetaria espandendo le riserve bancarie, con acquisti di titoli, di Stato o non, come si appresta a fare la BoJ. Ma se le **riserve monetarie** continuano a rimanere tali, cioè sotto il materasso della banca centrale, il sistema economico fatica a ricevere credito, inducendo solo deboli impulsi alla domanda di investimenti e consumi, e quindi deboli impulsi ai prezzi. Anche questa è una manifestazione perversa della trappola.

Quarto, dalla metà del 2008 a oggi, con i diversi piani di *quantitative easing*, la **Fed** ha più che triplicato la base monetaria. Gli effetti sull'inflazione sono stati quasi nulli. È interessante notare che la Fed ha

sempre difeso questa neutralità sull'inflazione come un punto di forza del proprio programma di acquisto di titoli. Un impatto forte sull'inflazione è invece quello che si aspetta BoJ, ma l'esperimento negli Usa lascia molti dubbi sul fatto che possa essere efficace.

C'è molto fermento nel mondo delle banche centrali. La BoJ sta probabilmente fissando nuovi "standard" di aggressività e creatività. Su questo piano, la Fed ha già dato prova di essere all'altezza. Con una disoccupazione sopra il 12 per cento, una continua contrazione del reddito nominale, una divergenza crescente nel costo di finanziamento delle imprese tra i diversi stati membri e una crisi del debito sovrano sempre alle porte, saprà esserlo anche la **Bce**?

(1) La base monetaria è l'aggregato monetario più ristretto, sotto diretto controllo della banca centrale, e comprensivo di circolante più riserve bancarie detenute presso la banca centrale stessa.

Bce: Come diventare una banca centrale credibile

Tommaso Monacelli, 23/08/11

Ritorniamo sulla proposta di un programma di "Quantitative easing". La Banca centrale europea dovrebbe adottarlo per affrontare la crisi del debito sovrano in Europa. Acquistando sul mercato secondario in modo sistematico titoli degli stati in sofferenza con un piano pre-annunciato con trasparenza, ampio, e non rivolto selettivamente a un solo membro dell'Unione monetaria. Ecco perché, nonostante varie critiche a questo strumento, la Bce guadagnerebbe credibilità.

In un intervento dell'8 Agosto ho argomentato che una risposta alla crisi del debito sovrano in Europa richiede una radicale svolta di politica monetaria da parte della Bce, con l'attuazione di un programma di Quantitative easing (Qe) su larga scala e diretto all'acquisto **esclusivo** di titoli di stato sul mercato secondario. È evidente che tale svolta si impone perché la "gestione governativa" della crisi a livello europeo sembra avvatarsi in una serie imbarazzante di errori, a cominciare purtroppo dal nostro esecutivo (anche se non solo).

La Bce è da alcuni giorni apparentemente attiva sul mercato, con il risultato che lo **spread** Btp-Bund è persino rientrato sotto quota 300 punti (ovviamente non un livello rassicurante, ma quanto meno a distanza da soglie considerate pericolose, diciamo dai 400 punti a salire).

Gli interventi della Bce, tuttavia, sono per ora ben diversi da un programma di Qe. Per un motivo centrale: non fanno parte di un programma **sistematico**. Cioè (i) preannunciato nella sua durata (dai tre ai sei mesi), (ii) nella sua ampiezza (fino a 1000 miliardi di euro), e (iii) nei suoi obiettivi (orientato ai titoli dell'intera area dell'euro, e non dei soli paesi in difficoltà oggi).

Consideriamo il terzo aspetto, gli obiettivi. Nuvole minacciose si addensano ora sulla **Francia**. Se un'ondata di vendite cominciasse a colpire i titoli di stato francesi, che cosa farebbe la Bce? Comincerebbe a intervenire per sostenere i prezzi anche di quelli? In tal caso, non farebbe altro che suggerire al mercato la prossima mossa (concentrarsi sui titoli belgi), invece di anticiparla. Questa **discrezionalità ex-post** renderebbe il programma del tutto inefficace.

Si noti che l'elemento di sistematicità è ancora più importante per un

eventuale programma di Qe della Bce, rispetto, ad esempio, alla **Fed**. Per il semplice motivo che la Bce, diversamente dalla Fed, è la banca centrale di una unione monetaria di paesi con politiche fiscali non-coordinate, mal di testa che almeno **Bernanke** può risparmiarsi. La Bce sembra invece, per ora, muoversi in modo estemporaneo, con l'obiettivo principale di strappare concessioni di breve periodo al governo di turno in difficoltà. Esempio oramai di scuola: il Governo italiano **sotto tutela** costretto dalla Banca una seconda manovra correttiva dei conti.

OBIEZIONI AL QE, E UN NUOVO STRUMENTO: IL TASSO D'INTERESSE SULLE RISERVE BANCARIE

Sono solitamente tre le obiezioni di principio a un programma di Qe su vasta scala. La prima: crea **inflazione**. La seconda: è solitamente **inefficace** (vedi Giappone). La terza: la banca centrale perde **credibilità**.

Consideriamo il rischio inflazione. L'argomento più comune è che attraverso il Qe la banca centrale "stampa moneta". Eppure sono tre anni che si dice che, con il Qe1 e Qe2 di Bernanke, il rischio inflazione sia dietro l'angolo negli USA, ma ancora stiamo aspettando. E un po' di inflazione, siamo sicuri, Bernanke la gradirebbe, per due motivi: (i) per favorire il "deleveraging" delle famiglie **indebitate** (l'inflazione redistribuisce ricchezza dai creditori ai debitori); (ii) per far ulteriormente scendere i **tassi d'interesse reali**, e sostenere una ripresa degli investimenti. In più chiediamoci: quanta inflazione ha generato il programma di Qe della Banca del Giappone nella seconda metà degli anni '90? (Pochissima).

Di fatto si dimentica spesso che generare (aspettative di) inflazione è il vero (seppur non dichiarato) obiettivo indiretto di un programma di Qe in una situazione di trappola della liquidità (cioè con tassi d'**interesse nominali** a breve che hanno raggiunto lo zero). Con tassi a zero, maggiore inflazione (attesa) genera minori tassi reali, e la politica monetaria ritorna magicamente efficace.

In linea teorica, da dove proverebbe però la spinta inflazionistica? Facciamo un esempio. La banca centrale acquista **Btp e Bonos** da Unicredit, e in cambio accredita (via computer) maggiori riserve per Unicredit presso la Bce stessa. Punto importante: la Bce paga un tasso

d'interesse sulle riserve bancarie, e lo fa da sempre, mentre la Fed solo dal 2008. Di questo strumento, che è diverso dal tasso overnight sui prestiti interbancari (il tasso principale che la Bce cerca tipicamente di influenzare), ci siamo un po' tutti dimenticati. Eppure è cruciale per una gestione oculata del Qe.

La Bce dovrebbe riappropriarsi attivamente dello strumento del **tasso sulle riserve**. L'incentivo di Unicredit a immettere credito nel sistema (e quindi a creare possibili premesse inflazionistiche), infatti, dipende criticamente dallo spread tra (i) il tasso d'interesse sulle riserve, e (ii) il rendimento atteso dell'impiego (prestare soldi alla "Rav snc" di Ravenna per acquistare due nuovi macchinari). Manipolando attentamente questo spread, la Bce potrebbe modulare a piacere la tendenza del sistema bancario a **inondare di liquidità** il sistema economico.

La Bce vestita a nuovo dovrebbe così agire su tre fronti: (i) annunciare il programma di Qe di cui si è detto; (ii) abbassare i tassi d'interesse a breve **overnight** (per fronteggiare i rischi di una nuova recessione); ma, soprattutto, (iii) tenere invariati e/o rialzare (per tutta la durata del programma di QE) i tassi sulle riserve, in modo da contenere eventuali (ma solo eventuali) pressioni inflazionistiche.

Veniamo ora alla critica di "inefficacia" del Qe. Questa critica ha basi sia teoriche (1) sia empiriche. L'argomento **teorico** si basa sull'idea che, quando i tassi di interesse sono a zero, la moneta e i titoli sono asset equivalenti (la moneta è di per sé un titolo, cioè una promessa di pagamento, ma con tasso di interesse a zero). Quindi, immettere moneta per acquistare titoli sul mercato è come acquistare titoli dando in cambio gli stessi titoli: gli effetti dovrebbero essere nulli.

L'argomento **empirico** si basa invece sull'evidenza che né in Giappone negli anni '90 né negli USA dopo il 2008 si sono visti risultati apprezzabili della politica di Qe su crescita e occupazione (e questo nonostante il programma della Fed fosse diretto all'acquisto di una gamma di titoli molto più ampia rispetto ai semplici titoli di stato).

Tralasciando la fondatezza o meno di tali critiche, un programma di Qe per l'area euro avrebbe in realtà uno **scopo diverso**, perché più limitato. Non quello (come in Giappone e forse USA adesso) di evitare i rischi di una fase prolungata di depressione reale (che spesso si autorafforza). Bensì quello specifico (e molto più realistico) di evitare che la **spirale di liquidità** sul mercato dei titoli di stato si avviti a tal punto da condurre alcuni paesi al default. Se poi il programma riuscisse anche ad avere un

impatto positivo sull'economia reale (la critica di inefficacia teoricamente qui non si applica perché i tassi nominali in Europa non sono a zero), abbassando i tassi a lungo termine e stimolando quindi gli investimenti, sarebbe tutto di guadagnato.

LA BCE DEVE AFFRANCARSI DALLA BUNDESBANK

Infine, il problema "credibilità". È probabile che un programma di Qe su vasta scala sia osteggiato in primo luogo dalla **componente tedesca** della Bce. Il paravento è il solito: si deve proteggere la credibilità della Banca. Si dimentica però che i mercati, nella loro complessità, sono forse più razionali di quanto crediamo. Quando politiche monetarie eccezionali sono giustificate da circostanze eccezionali, difficilmente producono una perdita di credibilità. È facile per gli investitori capire che quella del "patrimonio di credibilità" è una scusa per far valere le ragioni, strettamente politiche, del contribuente tedesco. A mio avviso, e paradossalmente, implementare il Qe **aumenterebbe**, invece che diminuire la credibilità della Bce. Perché è tempo ormai che la Bce diventi veramente la banca centrale dell'Unione, e non la cugina, talvolta litigiosa, ma pur sempre la cugina, della **Bundesbank**. Quella della crisi del debito sovrano è un'occasione unica da prendere al volo.

(1) Si veda, ad esempio, Eggertson and Woodford (2003), per le condizioni sotto le quali la proposizione di inefficacia è vera.

Una ricetta per l'Europa: il Quantitative Easing

Tommaso Monacelli, 08/08/2011

Per affrontare la crisi del debito sovrano in Europa, la Bce dovrebbe adottare un programma di "Quantitative easing", simile a quello compiuto in due fasi dalla Fed durante la crisi finanziaria, ma – diversamente da quello – incentrato solo sull'acquisto dei titoli di stato. Il programma dovrebbe essere pre-annunciato, ampio, e non rivolto selettivamente a un solo paese dell'Unione monetaria europea.

In una classica crisi del debito sovrano di una piccola economia aperta, come l'Italia del 1992 per intenderci, la valuta nazionale (**la lira**) è sotto attacco. La banca centrale nazionale mette tipicamente in campo un mix di più alti tassi d'interesse e drenaggio delle riserve valutarie. Nel settembre '92, per esempio, la Riksbank, la banca centrale svedese, innalzò i tassi a breve fino a un impensabile **500 per cento**.

La crisi europea del debito sovrano del 2011 si sprigiona in un contesto nuovo, per due ragioni. Primo, c'è la moneta unica, ma **l'euro** non è sotto attacco, anzi, sembra avvantaggiarsi delle contemporanee difficoltà del dollaro. Secondo, non esiste più la Banca d'Italia, ma la Bce, che deve plasmare il **mix di interventi** a misura di paesi come non mai, improvvisamente, eterogenei.

GLI ANELLI DEBOLI DELL'EUROZONA

Ricette standard, quindi, non esistono. Ma di sicuro c'è un punto: nella crisi classica "**tipo '92**" la banca centrale nazionale vuole tassi di interesse più *alti* (per difendere la valuta); al contrario, nella crisi di oggi (la Bce) vorrebbe tassi più *bassi*.

Tassi d'interesse più bassi per quali paesi? Per gli anelli deboli come **Italia e Spagna**, ovviamente. Certamente non per la Germania, che galoppa su tassi di crescita al di sopra del livello naturale, e quindi potenzialmente inflazionistici.

Una riduzione *tout court* dei tassi a breve da parte della Bce, quindi, appare complicata. L'ideale sarebbe riuscire a ridurre i tassi **selettivamente** solo in Spagna e in Italia, ma questo è tecnicamente impossibile. Che fare, quindi, visto che la Bce si trova in territori

totalmente inesplorati per la banca centrale di un'area valutaria comune? Una misura che la Bce potrebbe adottare è un programma di **quantitative easing** (Qe), cioè di acquisto di titoli del debito sovrano **sul mercato**, con l'obiettivo di aumentare il prezzo *relativo* dei titoli di debito di un paese (o più paesi) rispetto a un certo benchmark (tipicamente il prezzo del Bund tedesco).

TRE CRITERI ALLA BASE DEL PIANO

Tale programma dovrebbe però soddisfare almeno tre criteri. Primo, il programma dovrebbe essere **preannunciato** in modo ufficiale, e avere una durata prestabilita. Secondo, il finanziamento complessivo dovrebbe essere quanto più possibile **ampio**. Terzo, il programma non dovrebbe essere ritagliato su alcun paese in particolare, ma **sull'intera area** dell'euro.

Il primo elemento (la *durata certa*) è essenziale per stabilire la **credibilità** del programma, e quindi orientare le aspettative. Quanto maggiore è l'impatto sulle aspettative (e quindi sulla curva dei rendimenti), tanto minore potrà essere *ex-post* l'impegno effettivo di bilancio. Sono da dimenticare interventi "misteriosi" (perché mai confermati, per ora) di acquisto estemporaneo di titoli come avvenuto nella giornata di venerdì per i Btp italiani, e per di più concessi solo a fronte di ulteriori correzioni della manovra di bilancio da parte del governo nazionale in questione. Tali interventi finiscono per apparire discrezionali, quasi accidentali, e poco trasparenti. L'elemento chiave di un programma di Qe sarebbe invece la sua *sistematicità*.

Il secondo elemento (*l'ampiezza*) serve a rassicurare i mercati **in modo definitivo** sul rischio di default dei paesi sovrani (fermo restando il "quasi default" della Grecia, che rimane l'equivalente europeo del default di Lehman Brothers). La cifra iniziale del programma dovrebbe prevedere un impegno potenziale fino a 1000 miliardi di euro. Se questa sembra una cifra eccessiva, ricordiamo che il valore complessivo del debito pubblico di Italia e Spagna (a prezzi correnti) è di circa 2000 miliardi e che i due programmi di Qe della Fed assommavano a circa 1200 miliardi di dollari.

Il terzo elemento (programma rivolto all'intera area Euro) serve a salvaguardare la **flessibilità ex-post** del programma: che succede se mi impegno, per i prossimi tre mesi, ad acquistare solo titoli del paese X e

poi va in crisi il paese Y?

Un Qe all'europea, dunque. Quali sarebbero i vantaggi? Un intervento così drastico risolverebbe **diversi problemi** simultaneamente.

Primo, permetterebbe una **calibrazione selettiva** dei tassi di interesse (più bassi in Italia e Spagna, invariati in Germania). Secondo, ovvierebbe alla scarsa **capitalizzazione dell'Efsf** (European financial stability facility).

Terzo, permetterebbe alla Bce di **modulare** i propri interventi perfettamente in linea con la struttura per scadenze dei titoli di ciascun paese in sofferenza (se i titoli italiani sono principalmente a scadenze medio-lunghe, si comprano solo quelli, inutile acquistare Btp a cinque anni). Insomma, un mix ideale di *commitment* (con un annuncio credibile del programma fatto rigorosamente ex-ante) e di flessibilità.

Che ne sarebbe allora dell'Efsf? Va da sé che con una capitalizzazione (presunta) di soli 400 miliardi di euro l'Efsf è già di fatto un'**arma spuntata** in partenza. Se invece la capitalizzazione del Fondo fosse portata rapidamente a 1000-1500 miliardi di euro, probabilmente gli interventi di Qe descritti sopra potrebbero essere irrilevanti. Ma è chiaro il vantaggio della "soluzione Qe" rispetto a un "aumento di capitale dell'Efsf": la quasi assenza di tempi di mediazione politica. Si obietterà, probabilmente, che la soluzione Qe (i) è una soluzione eccezionale, e (ii) da adottare solo nel caso di "trappola della liquidità", cioè di tassi di interesse già **pari a zero**. Ma è semplice notare che circostanza più eccezionale di questa non si è ancora vista nell'Unione monetaria europea. E che, soprattutto, interventi non convenzionali di questo tipo, in una unione monetaria, non dovrebbero necessariamente attivarsi solo quando si è raggiunto il pavimento dei tassi a zero. Proprio perché, come suggerito all'inizio, la Bce fronteggia un **vincolo**, quello del "*one size fits all*", sconosciuto alle altre banche centrali.

E la banca centrale va in territori inesplorati

Guido Ascari, 17/04/2009

Le normali politiche monetarie adottate dalle banche centrali non funzionano in una crisi economica come quella attuale. Sono necessarie misure non convenzionali: come aumentare la qualità di moneta comprando titoli di stato. E' quanto ha fatto la FED che ha seguito una strategia basata su tre misure: prestare alle istituzioni finanziarie, fornire liquidità direttamente ai mercati monetari e del credito, acquistare titoli a lungo termine.. La BCE, invece, non ha intrapreso questa via. Il motivo? Il prestatore di ultima istanza è uno solo, lo Stato. Difficile svolgere questo ruolo senza un'autorità fiscale alle spalle, che ripiani eventuali perdite.

Il 2 aprile la BCE ha tagliato il tasso d'interesse di riferimento all'1,25%, accumulando un impressionante taglio complessivo di 300 punti base da ottobre 2008. Ci stiamo avvicinando al **livello minimo**, ossia zero, già raggiunto dall'americana Federal Reserve (Fed). Concentrare l'attenzione sui tassi, come in tempi normali, è però fuorviante. In tempo di crisi, il classico meccanismo di trasmissione della politica monetaria non funziona: da un lato l'aumento della base monetaria non si trasmette in aumento della quantità di moneta, perché le banche tesaurizzano la liquidità presso i depositi della banca centrale; dall'altro, i movimenti del tasso EONIA non si riflettono sugli altri tassi.

IL BILANCIO DELLA FED IN TEMPI NORMALI

La politica monetaria in tempo di crisi si attua mediante misure non convenzionali, che vanno sotto il nome di *quantitative easing* o, nella versione più aggressiva, di *credit easing*. Sommarariamente, *quantitative easing* significa "rilassare" la quantità di moneta, ossia aumentarla, comprando assets, tendenzialmente **titoli di Stato**. Le maggiori banche centrali del mondo (tranne la BCE) lo stanno facendo. La Fed si è spinta più di ogni altra nell'uso di queste misure non convenzionali, seguendo una strategia che Bernanke chiama *credit easing*. Questa si basa sulla variazione della dimensione e della composizione del lato dell'attivo del bilancio della Fed. Per comprendere come la politica monetaria agisca in

tempo di crisi si deve, quindi, guardare al bilancio della Fed. La Tabella 1 mostra il lato delle attività del bilancio della Fed in varie date.

TABELLA 1

Federal Reserve Assets on Various Dates						
(in billions of dollars)						
	4 July 07	2 Jan 08	19 Mar. 08	23 July 08	24 Sept 08	20 Nov. 08
Securities						
Held Outright						
Uncommitted	\$790.6	\$740.6	\$860.5	\$365.6	\$299.1	\$297.0
Committed to TSLF				\$114.5	\$187.5	\$192.0
Repurchase Agreements	\$30.3	\$56.3	\$62.0	\$103.8	\$86.0	\$80.0
Loans						
Primary Credit	\$0.2	\$4.9	\$0.1	\$ 17.8	\$39.3	\$91.5
Term Auction Credit		\$40.0	\$80.0	\$150.0	\$150.0	\$415.0
Primary Dealer Credit			\$28.8	\$ 0.0	\$105.7	\$50.2
Portfolio of Maide Lane LLC ¹				\$ 29.0	\$29.4	\$27.0
ACBP Money Market Liq. Facility					\$72.7	\$69.8
Other credit extensions ²					\$44.6	\$85.2
Commercial paper funding facility						\$265.7
Foreign exchange reserves	\$20.8	\$27.3	\$27.3	\$ 25.2	\$25.6	\$25.6
FX swaps		\$24.0		\$ 62.0	\$140.0 ³	\$558.0
Gold ⁴	\$11.0	\$11.0	\$11.0	\$ 11.0	\$11.0	\$11.0
Other assets	\$27.5	\$21.6	\$21.0	\$21.3	\$23.0	\$63.0 ⁵
Total Assets	\$880.4	\$925.7	\$890.7	\$900.2	\$1,213.9	\$2,231.0

¹ Amount associated with the JP MorganChase purchase of Bear Stearns, listed "fair value". ² Credit extensions to AIG. ³ Foreign exchange reserves are approximate values as of end of previous quarter. ⁴ Gold is valued at a constant amount of approximately \$42 per ounce. ⁵ Includes currency outstanding.

Prima della crisi il totale delle attività della Fed è di circa 880 miliardi di dollari. A fronte di passività consistenti sostanzialmente in larghissima parte di circolante, la banca centrale detiene una quantità di titoli in portafoglio, pari a circa il 90% del budget totale. Le altre componenti sono una componente minima.

FASE 1 (AGOSTO 2007- 15 SETTEMBRE 2008): QUANTITATIVE EASING

La crisi scoppia nell'agosto del 2007 e subito le banche centrali di tutto il mondo iniettano **grandi masse di liquidità** nel sistema. Il problema da risolvere è quello della carenza di liquidità da parte degli istituti bancari e finanziari. Nel dicembre del 2007 la Fed istituisce:

533 **Term Auction Facility (TAF)** fornendo base monetaria attraverso aste e a fronte di collaterali di diverse tipologie di titoli;

534 **Liquidity Swap Lines** in valuta con BCE e SNB (poi nel 2008 allargato ad altre 12 banche centrali) per fornire dollari alle banche estere.

Il problema successivamente si aggrava. Le banche non si prestano più fondi sul mercato interbancario ed accettano come collaterali solo i titoli di Stato. Nel marzo del 2008, la Fed attua due nuove misure, con lo scopo di chiudere lo spread fra gli Asset-Based-Securities (ABS) o i Mortgage- Asset-Based-Securities (MBS) e i titoli di Stato:

535 **Term Securities Lending Facilities (TSLF)** si prestano titoli del Tesoro in cambio di collaterali in molti altri titoli possibili (ABS e MBS);

536 **Primary Dealer Credit Facility:** senza precedenti recenti, il ruolo di prestatore di ultima istanza è esteso anche a 19 investment banks and brokers.

Alla fine di questa prima fase della crisi, il TAF assorbe circa 150 miliardi, gli swap in valuta 62 e il TSLF 114. È variata la composizione del bilancio della Fed, ma non la sua dimensione totale.

FASE 2 (15 SETTEMBRE 2008-OGGI) : CREDIT EASING

Il 15 settembre Lehman Brothers fallisce. In soli due mesi il bilancio della Fed più che raddoppia raggiungendo 2231 miliardi di dollari a metà novembre. È evidente che il *quantitative easing* non è sufficiente: l'aumento della base monetaria non si trasforma in aumento della quantità di moneta, ossia, questo aumento di liquidità non è trasferito dalle banche al mercato del credito, ma tesaurizzato in riserve in eccesso presso la banca centrale (vedi ultima Figura).

Il primo problema urgente è il **mercato monetario**, dove i fondi monetari, che detengono molti titoli emessi da Lehman, fronteggiano crescenti riscossione delle quote e non trovano finanziamenti. Il 19 settembre, la Fed crea l'**Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)**: si presta direttamente ai fondi monetari per far fronte al rimborso delle quote, accettando come collaterale asset-backed commercial paper (ABCP).

Il secondo problema è quello del **mercato del credito**. La Fed istituisce:

537 7 ottobre, il **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)**: tramite un veicolo la FED acquista sul mercato commercial papers (titoli di debito a breve termine emessi dalle imprese).

538 25 novembre, il **Term Asset Backed Securities Loan Facility**

(TALF) per far fluire il credito alle famiglie ed alle imprese (senza ricorrere ai prefetti!). Il TALF presta contro ABS garantiti da prestiti a studenti, al consumo, alle carte di credito e Small Business Administration e dal 10 Febbraio 2009 è esteso anche a MBS.

L'obiettivo è quello di diminuire lo **spread** fra ABS sul credito o i commercial papers ed i titoli di Stato, col fine di far ridurre i tassi pagati da imprese e famiglie su prestiti a lunga scadenza. Un altro modo per raggiungere questo scopo è quello di abbassare, a parità di spread, il sottostante, ossia il rendimento dei titoli di Stato. Come? Comprando titoli di Stato.

Il 18 marzo 2009: la FED annuncia che acquisterà 300 miliardi di dollari di titoli di stato a diversa scadenza, 1.25 miliardi (da 500) di MBS, e titoli di debito di Fannie Mae e Freddie Mac fino a 200 miliardi (da 100).

Queste misure determinano l'esplosione del bilancio della Fed, soprattutto a causa di tre voci: il TAF, il CPFF e gli swap in valuta (Tabella 2).

TABELLA 2

	Averages of daily figures (Millions of dollars)			
		Change from week ended		
		Apr 8, 2009	Apr 16, 2008	
Reserve Bank credit	2,098,773	+29,169	+1,231,892	2,169,405
Securities held outright	859,540	+62,623	+310,918	943,181
U.S. Treasury securities	514,565	+9,047	-34,057	526,103
Bills	18,423	0	-51,894	18,423
Notes and bonds, nominal	452,592	+8,982	+17,541	464,032
Notes and bonds, inflation-indexed	39,391	+13	-954	39,473
Inflation compensation	4,158	+50	-659	4,176
Federal agency debt securities	57,760	+2,999	+57,760	61,441
Mortgage-backed securities	287,215	+50,577	+287,215	355,637
Repurchase agreements	0	0	-106,964	0
Term auction credit	455,800	-11,477	+355,800	455,799
Other loans	114,419	-7,609	+81,756	111,202
Primary credit	48,490	-669	+40,649	46,869
Secondary credit	67	+3	+67	60
Seasonal credit	2	-1	-16	2
Primary dealer and other broker-dealer credit	12,886	-4,714	-11,918	10,400
Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	2,695	-2,243	+2,695	2,013
Credit extended to American International Group, Inc.	45,106	-465	+45,106	45,479
Term Asset-Backed Securities Loan Facility	5,174	+482	+5,174	6,379
Other credit extensions	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility LLC	250,248	-349	+250,248	238,439
Net portfolio holdings of LLCs funded through the Money Market Investor Funding Facility	0	0	0	0
Net portfolio holdings of Maiden Lane LLC	26,404	+60	+26,404	26,439
Net portfolio holdings of Maiden Lane II LLC	18,228	-163	+18,228	18,234
Net portfolio holdings of Maiden Lane III LLC	27,359	-117	+27,359	27,412
Float	-2,129	+154	-682	-2,597
Central bank liquidity swaps	293,533	-19,306	+257,533	293,533
Other Federal Reserve assets	55,372	+5,354	+11,292	57,763
Gold stock	11,041	0	0	11,041
Special drawing rights certificate account	2,200	0	0	2,200
Treasury currency outstanding	38,884	+14	+177	38,884
Total factors supplying reserve funds	2,150,898	+29,183	+1,232,069	2,221,530

Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System

LE DIVERSE POLITICHE ADOTTATE DA FED E BCE

In tempi normali la politica monetaria è **controllo dei tassi** d'interesse, in tempi di crisi è essenzialmente gestione del ruolo di prestatore di ultima

istanza. La Fed ha dimostrato fantasia e prontezza nel percorrere terreni inesplorati, seguendo una strategia di politica monetaria basata su tre misure: prestare alle istituzioni finanziarie, fornire liquidità direttamente ai mercati monetari e del credito, acquisto di titoli a lungo termine. Queste misure determinano un aumento della dimensione e una diversa composizione del bilancio della Fed.

Speriamo che Bernanke non se ne debba pentire, e le banche centrali dovranno pensare ad una *exit strategy*. Ma la priorità oggi è generare aspettative d'inflazione futura, per tenere bassi i tassi d'interesse reali futuri attesi. In tempo di crisi, eventuali pericoli di **inflazione** futura assumono, importanza secondaria. Inoltre, dopo l'esperienza degli anni '70, le banche centrali sono molto più attrezzate per combattere l'inflazione, piuttosto che la deflazione.

E la BCE? Anch'essa ha iniziato misure non convenzionali, le quali si limitano ad allargare senza limiti i prestiti alle banche. Nonostante Trichet abbia dichiarato che prossimamente si potrebbero assumere misure di *quantitative easing*, la giustificazione per non averlo finora fatto si basa su due fatti veri: il sistema economico europeo è più bancocentrico e meno finanziarizzato, e il budget della BCE rispetto al PIL dell'Eurozona è più grande di quello della Fed rispetto al PIL USA. Il vero motivo per cui ad oggi la BCE rimane l'unica banca centrale dei paesi sviluppati a non aver adottato misure di *quantitative easing* appare però un altro. Il prestatore di ultima istanza, in fin dei conti, è uno solo: lo Stato. Difficile svolgere appieno questo ruolo senza un'**autorità fiscale** alle spalle, che possa appianare eventuali perdite.

Si veda:

Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Report to the Congress, Febbraio 2009,

http://federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm.

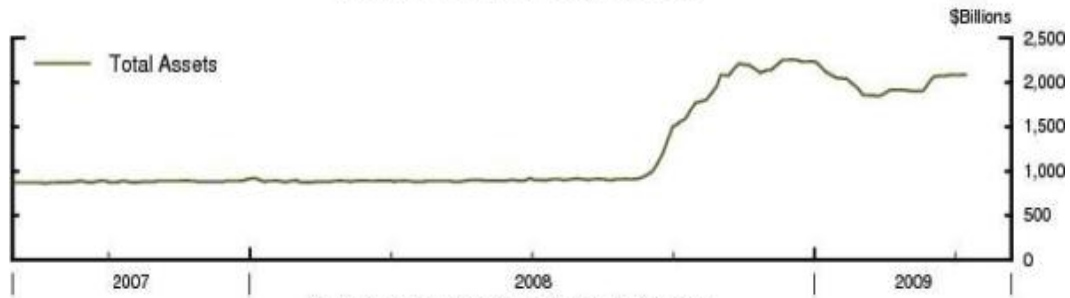
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

<http://www.clevelandfed.org/research/trends/2009/0209/02monpol.cfm>

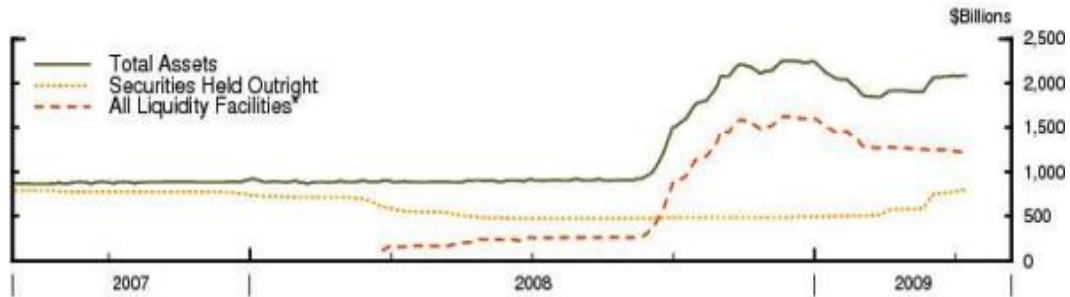
Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System; Cecchetti:

“Crisis and Response: Central Banks and the Financial Crisis” , 2009.

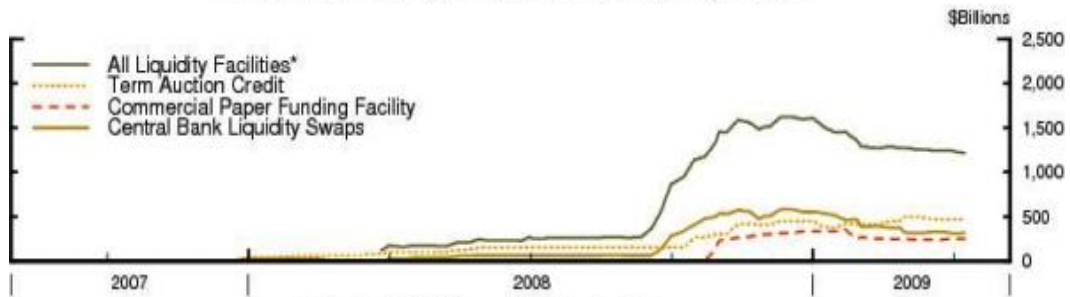
Total Assets of the Federal Reserve



Selected Assets of the Federal Reserve



Credit Extended through Federal Reserve Liquidity Facilities



Selected Liabilities of the Federal Reserve

