



## I dossier della Ginestra

materiali per gli studenti  
del "Citelli" di Regalbuto

aprile 2015

# QUANTITATIVE EASING

*Ecco un'altra parolaccia diventata di moda, e che potrebbe essere oggetto del preambolo della prova di economia aziendale all'esame di Stato.*

*Niente paura: si tratta della solita mania (in voga ovunque, ma specialmente in Italia) di rendere incomprensibili anche i concetti più semplici, per ammantare il discorso economico di una sacralità che fa a pugni con la nullità previsionale degli economisti.*

*Una volta si diceva: acquisti di titoli da parte della Banca Centrale, per immettere denaro nell'economia; e già c'era una denominazione difficile per indicare tale intervento ("operazioni di mercato aperto").*

*Oggi non basta più: il QE ha preso il sopravvento: con gran sollievo delle masse popolari europee, che si sentiranno tutelate da questa parolina magica, nel posto di lavoro così come al supermercato.*



## Che cosa è il QE (Quantitative Easing)

Quantitative Easing significa "alleggerimento" o "allentamento" quantitativo della politica monetaria.

In altre parole, la Banca Centrale "allenta i cordoni della borsa", stampando moneta e comprando con essa titoli di Stato (già in circolazione) e titoli di varia specie in possesso delle Banche.

Tale intervento (tradizionalmente chiamato "operazioni di mercato aperto") è stato annunciato dalla Banca Centrale europea (BCE) il 22 gennaio: Mario Draghi ha specificato che la BCE acquisterà titoli per 60 miliardi di euro al mese, a partire dal marzo 2015 e sino al settembre 2016, con possibilità di proroga.



L'operazione mira ad elevare il tasso di inflazione per rianimare l'economia europea; ad alleggerire i bilanci delle banche affinché esse concedano più prestiti alle famiglie e alle imprese; a deprezzare l'euro per favorire le esportazioni; a rafforzare le finanze dei Paesi deboli e sconfiggere la speculazione.

### I LIMITI DELL'INTERVENTO DI DRAGHI

33% = Acquisti per non più del 33% del debito di ciascun emittente

25% = Acquisti non oltre il 25% di ciascuna emissione

2-30 anni = Durata dei titoli acquistabili

20% = quota del rischio condiviso (cioè a carico dell'Eurosistema); di questo 20%, solo l'8% riguarda titoli di Stato, il resto Istituzioni europee.

80% = quota del rischio a carico delle banche centrali di ogni Paese

### LA TEORIA QUANTITATIVA DELLA MONETA

Si parte dall'identità enunciata dal Fisher:  $MV = PQ$ . In altre parole, la quantità di moneta per la sua velocità di circolazione deve assicurare il valore monetario degli scambi (dato da livello generale dei prezzi per la quantità di merci scambiate).

Per trasformare l'identità in una equazione, bisogna introdurre ipotesi sul comportamento delle variabili M, V, Q.

Da qui, la teoria quantitativa:  $P = MV / Q$  da cui si evince che il livello generale dei prezzi è direttamente proporzionale alla quantità di moneta in circolazione e alla sua velocità; e inversamente proporzionale alla quantità delle merci scambiate.

Quindi, se la Banca Centrale ritira titoli, immettendo moneta in circolazione (oggi sotto forma di bonifici bancari), aumenterà il livello generale dei prezzi (l'inflazione), a condizione che restino ferme restando le altre variabili (Q e V).

# Prestiti, esportazioni e debiti meno cari: così l'operazione Bce rianimerà l'economia

di Maurizio Ricci (la Repubblica 23-1-2015)

## ROBA ESPLOSIVA

Quantitative easing significa allentamento quantitativo della politica monetaria, realizzato non riducendo i tassi d'interesse, che sono già a zero, ma aumentando la quantità di moneta in circolazione. [...] Si capisce subito che è roba esplosiva, che calpesta convinzioni coltivate, soprattutto in Germania, per decenni. Il QE lanciato ieri significa, infatti, stampare moneta per comprare titoli e debiti di Paesi straindebitati. È l'equivalente della tosatura di oro e argento dalle monete nelle monarchie di una volta o della stampa di carta moneta in tempi più recenti. Ora la moneta è elettronica, un bonifico via Internet, ma il risultato è lo stesso. La teoria dice che farà ripartire i prezzi e l'inflazione. Il paradosso è che potrebbe non riuscirci.

## IL PRIMO ANELLO

Con la moneta appena creata, Bce e banche centrali nazionali rastrelleranno sul mercato secondario — cioè presso banche, fondi pensione, assicurazioni, fondi di investimento — titoli, soprattutto di Stato [...]. Inizia qui la catena di effetti positivi che si aspetta Draghi. Il primo è l'irrobustimento delle finanze pubbliche dei Paesi più deboli che vedranno ridursi gli interessi sui loro titoli, grazie alla nuova domanda, e svanire le paure di attacchi speculativi [...]. Ma il rastrellamento di titoli pubblici spinge anche i fondi e le assicurazioni che li hanno venduti a comprare altri titoli, azioni o obbligazioni, facendo salire anche quei prezzi e generando così un profumo di "effetto ricchezza".

## LA LEZIONE AMERICANA

Non finisce qui: il rialzo dei prezzi di titoli pubblici e privati messo in moto dal Qe rende quei titoli meno appetibili sul mercato internazionale. Gli investitori preferiranno impiegare i loro soldi altrove. Dunque, venderanno euro per comprare altre valute. L'euro si deprezzerà, ma un euro meno caro favorisce le esportazioni. Il risultato combinato dell'effetto ricchezza e dell'export più vivace è uno stimolo che dovrebbe rianimare l'economia, fermare la caduta dei prezzi e riavviare un po' d'inflazione. Questo dice la teoria. Non è det-

to che funzioni. Fra il QE all'europea e quello americano c'è una differenza importante, che riguarda i meccanismi del credito. Negli Usa, le aziende si finanziano per il 20% attraverso le banche e per l'80% sul mercato, emettendo azioni e obbligazioni. La Fed poteva alimentare l'attività delle industrie comprando direttamente i loro titoli. In Europa, la proporzione è rovesciata. Le aziende si finanziano per l'80% attraverso le banche e solo per il 20% direttamente sul mercato. Il risultato è che un rilancio degli investimenti e dell'attività deve passare attraverso le scelte delle banche, tuttora restie ad allargare le maglie del credito. Il QE può naufragare qui [...].

## VANTAGGI PER LE BANCHE

Tuttavia, lo stesso QE fornisce agli istituti di credito condizioni eccezionalmente favorevoli. Comprando in massa titoli di Stato, Draghi smobilita portafogli di dubbia solidità nei forzieri delle banche [...], aumentando la quota di risorse che le banche possono liberamente prestare. [...] Oggi, i tassi sono vicini allo zero, anche se margini di riduzione, nei tassi effettivamente praticati a imprese e famiglie, vi sono ancora. Tuttavia, quello che è vicino allo zero è il tasso nominale. Aggiungetevi il calo generalizzato dei prezzi e un prestito con un tasso nominale dell'1%, se c'è una deflazione dell'1 per cento ha un costo reale del 2%. Se il QE fa salire i prezzi, tutto si rovescia. Un prestito con un interesse dell'1% e un'inflazione dell'1% ha costo reale zero.

## COSTI QUEL CHE COSTI

[...] Da marzo in poi, quando il QE sarà operativo, diventeranno decisive le nuove aspettative degli operatori [...]. Due sono centrali. L'entità degli interventi, per almeno 1140 miliardi che è superiore alle attese, ma, soprattutto, non ha un tetto. Perché, ha detto Draghi, il QE continuerà fino a che l'inflazione europea non sarà tornata sulla traiettoria del 2%. È il passaggio più importante, che l'Fmi aveva chiesto esplicitamente alla Bce: un avviso esplicito ai mercati e un impegno netto, senza condizioni e scadenze, a dire che sul Qe non si torna indietro fino a che non si sarà raggiunto l'obiettivo.

# QE, la versione della BCE

di Tommaso Monacelli (lavoce.info 23-1-2015)

[...] Dopo Stati Uniti, Giappone e Regno Unito, oggi il Qe è una realtà anche nell'Europa dell' euro, invocato come un mantra taumaturgico.

Il programma di Draghi prevede acquisti per 60 miliardi al mese, con un orizzonte non condizionato temporalmente, bensì al raggiungimento di un risultato economico, espresso in termini di un tasso di inflazione effettivo.

Secondo molti si tratta di un programma ingente, superiore alle aspettative. Un confronto relativo con l'esperienza Usa, però, ridimensiona in parte questa visione. Con un ritmo di acquisti di 60 mld al mese la Bce impiegherà più di 50 mesi (oltre 4 anni) per ottenere una espansione del proprio bilancio di circa il 25% del Pil nominale, che è la misura dell'espansione del bilancio ottenuta dalla Fed con tutte le proprie misure di QE.

## Che succede all'inflazione?

Pur in presenza di espansioni monetarie così ingenti, sia negli Usa che in Giappone e regno Unito i risultati in termini di maggiore inflazione sono stati minimi.

È curioso notare l'ambivalenza riguardo al rapporto tra QE e inflazione. L'argomento dei maggiori critici del QE è che l'espansione della base monetaria rischi di generare troppa inflazione. La risposta, pragmatica (e anche di Draghi), è proprio che con gli esperimenti di QE in altri paesi si è di fatto avuto un limitato effetto sull'inflazione. Da qui due apparenti contraddizioni. Primo, da un lato la Bce dice che non dobbiamo temere le conseguenze inflazionistiche del QE, ma allo stesso tempo pone l'obiettivo di maggiore inflazione quale principale punto del proprio programma. Secondo, se è vero che gli

esperimenti recenti di QE in altri paesi non hanno generato inflazione, è anche vero che tali esperimenti sono stati comunemente giudicati efficaci. Evidentemente la loro efficacia non è dipesa dall'aver creato maggiore inflazione, ma da altri fattori.

## Da solo non basta

In generale, ci sono diverse ragioni per dubitare del fatto che la misura possa essere decisiva in Europa, soprattutto per combattere la deflazione. In primo luogo, negli Stati Uniti, il Quantitative easing è stato adottato, in varie fasi, contemporaneamente ad altri programmi non convenzionali [...] e, soprattutto, a una politica fiscale espansiva. Il vero "bazooka" (che in realtà non esiste) è consistito quindi nel seguire un approccio simultaneo, a differenza di quello sequenziale della Bce.



A questo proposito, è molto improbabile che la politica fiscale europea cambi corso, visto che l'idea stessa del QE è percepita, in Germania, già come un allentamento della disciplina fiscale. In secondo luogo [...], affinché una politica di Qe raggiunga il proprio scopo (cioè generare un incremento nel livello nominale del reddito), deve necessariamente soddisfare una condizione, quasi un teorema: che

l'aumento della base monetaria (conseguente all'acquisto di titoli) sia permanente, e come tale sia percepita (ex-ante) dagli agenti economici.

Prima o poi, infatti, l'economia riprenderà un corso più normale, e quindi anche i tassi di interesse dovranno risalire sopra lo zero.

Che cosa accadrà alla base monetaria a quel punto? Si contrarrà per essere coerente con tassi di interesse più alti (e quindi con condizioni di normale funzionamento della politica monetaria), o continuerà a rimanere permanentemente a un livello più elevato?

La seconda ipotesi è di dubbia credibilità, soprattutto nel quadro europeo. Ma se questo è vero, ne segue che l'incremento corrente del livello dei prezzi (la tanto agognata inflazione) sarà limitato o nullo. Proprio come è già successo in altri paesi. Se è quindi improbabile che il QE generi di per sé un sostanziale incremento del livello del reddito nominale, quali sono i potenziali canali attraverso cui può produrre un effetto? Almeno due, in teoria.

Primo, può spingere gli investitori a far fluire i propri investimenti verso attività più rischiose, quali titoli emessi da privati. Sfortunatamente, però, in Europa questo è un mercato molto più limitato rispetto agli Usa.

Secondo, può esercitare una pressione al ribasso dei tassi di interesse a lungo termine, con benefici attesi sui costi di finanziamento delle imprese.



Perché il secondo effetto sia operativo, è necessario che la composizione degli acquisti da parte della Bce sia pesantemente sbilanciata verso i titoli a lungo termine: su questo però Francoforte non ha purtroppo preso alcun impegno. Ma anche ipotizzando che il QE induca un generale ribasso dei tassi di interesse a lungo termine, sorgono due obiezioni.

La prima è che il QE della BCE prevede interventi di acquisto secondo la capital key, cioè in proporzione alle quote di capitale di ciascun Paese. Questo vorrà dire inevitabilmente molti più Bund tedeschi rispetto ai titoli di altri paesi. Difficile comprendere come una ulteriore riduzione dei tassi sui Bund a 30 anni (per altro già prossimi a zero) possa far calare il costo del denaro per le imprese portoghesi.

In secondo luogo, quello che serve disperatamente in Europa non è abbassare i costi di finanziamento per imprese e famiglie tout court, ma specificamente nel Sud. Raggiungere questo obiettivo sarebbe fattibile solo in due modi: (1) incrementando nel programma di acquisti la quota relativa dei titoli di Stato del Sud Europa; (2) mutando il programma in un vero e proprio programma di "credit easing"; cioè di acquisto diretto di pacchetti di mutui deteriorati detenuti dalle banche. Perché la ragione vera della persistenza della crisi europea è la situazione "zombie" dei bilanci di molte banche. Senza un intervento diretto a migliorare le condizioni del lato delle attività dei bilanci bancari, è difficile attendersi una ripresa dei flussi di credito e dell'attività di investimento.

# A chi conviene la svalutazione dell'euro?

*L'inflazione buona è quella che proviene dagli aumenti salariali*

di Guido Iodice (www.nextquotidiano.it / 29-9-2014)

Le ultime mosse della BCE, con l'annuncio del Quantitative Easing e la riduzione dei tassi di interesse, stanno portando l'euro a svalutarsi contro il dollaro. La Banca Centrale Europea punta su un ulteriore deprezzamento della moneta unica nel prossimo futuro. Basterà questo a tirarci fuori dalla crisi?

## EURO VS DOLLARO E LA STAFFETTA FED – BCE

A partire da maggio di quest'anno, l'euro ha incominciato una lenta discesa nei confronti del dollaro sulla spinta combinata degli annunci di politica monetaria della Banca Centrale Europea e delle azioni della Federal Reserve degli Stati Uniti. Quest'ultima sta mettendo in atto il cosiddetto "tapering", ovvero la graduale riduzione degli acquisti di titoli dai mercati finanziari mentre da Francoforte arrivano segnali nella direzione opposta, con l'annuncio di un – seppure limitato – Quantitative Easing a partire da ottobre. La politica meno espansiva della Fed induce così i capitali a rientrare, nell'attesa di un rialzo dei tassi, cosa che tende ad apprezzare la divisa americana. Il processo opposto avviene, e ancor più avverrà quando il mini-QE inizierà per davvero, dal nostro lato dell'Oceano. Il presagio della "staffetta" tra le due banche centrali è bastato a svalutare l'euro di 8 punti percentuali da maggio ad oggi. Non molto, ma l'accelerazione di inizio settembre, a seguito dell'annuncio del QE da parte di Mario Draghi, fa ben sperare per una svalutazione più consistente.



Il cambio euro/dollaro

## UN RIMEDIO ALLA DEFLAZIONE?

Ipoteticamente la svalutazione dovrebbe produrre effetti positivi sull'economia dell'eurozona. Gli economisti *mainstream* sottolineano due possibili effetti positivi: da un lato l'ovvio (ma vedremo non poi così tanto) riverbero positivo sulle esportazioni, dall'altro l'aumento dell'inflazione dovuto all'incremento dei prezzi dei prodotti importati (tra cui le materie prime e in particolare il petrolio). Questo secondo aspetto pare essere tenuto particolarmente in conto dalla BCE e da quanti sono preoccupati delle tendenze deflazionistiche nell'eurozona. I problemi però sono almeno un paio. In primo luogo l'eventuale "inflazione importata" sarà di modesta entità, perché i prezzi nei Paesi industrializzati sono relativamente poco sensibili all'aumento dei costi delle importa-

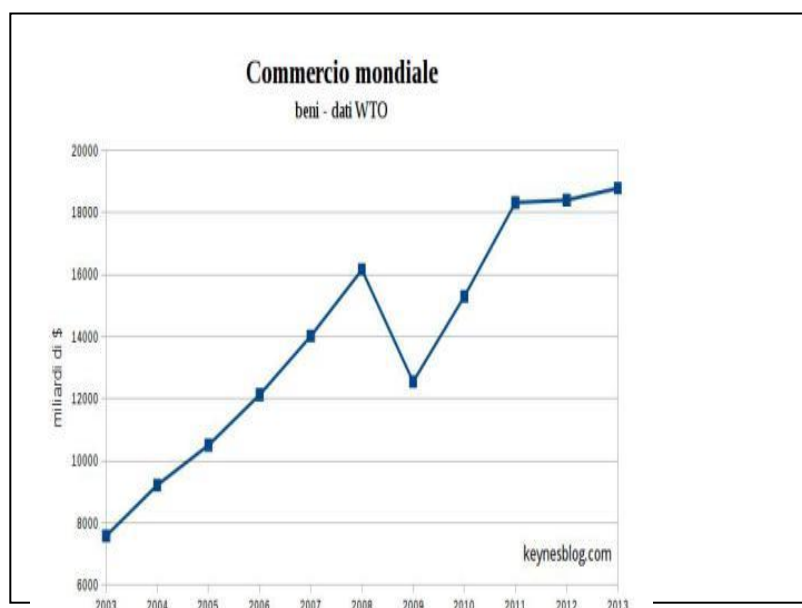
zioni. Nonostante il (pur modesto) deprezzamento dell'euro in corso, le tendenze deflazionistiche hanno continuato a marciare. Tuttavia ciò potrebbe bastare a portare l'inflazione in terreno positivo e forse un po' meno lontana dall'obiettivo del 2% annuo. Ma la vera debolezza della svalutazione come rimedio alla deflazione sta nel fatto che essa ha un effetto recessivo, non espansivo: va da sé infatti che se le imprese incrementano i prezzi a causa dell'aumento dei costi delle importazioni, la domanda in generale non ne beneficerà affatto. I consumatori si ritroveranno con prezzi più alti, ma con le stesse entrate di prima e, a parità di altri fattori, ridurranno i già miseri consumi. Che provare a importare inflazione non sia un grande affare l'ha ben capito la banca centrale giapponese. Dopo il fallimento della svalutazione dello yen (se si esclude il boom del primo trimestre 2014), La Bank of Japan ora spiega che l'inflazione "buona" (ed efficace in un arco temporale medio-lungo) è quella che viene dagli aumenti salariali.

## EXPORT? WHAT EXPORT?

L'altro effetto normalmente associato alla svalutazione è l'aumento delle esportazioni. Se l'euro si svaluta, i prezzi dei prodotti europei – tra cui quelli italiani – diminuiscono in termini di dollari (e yen, e rubli, ecc.) rendendo le merci *Made in Europe* più convenienti. Il ragionamento – un po' ingenuo – è che questo dovrebbe bastare a farci esportare di più, almeno al di fuori dell'Unione monetaria. E già qui si comprende bene che stiamo parlando di un'arma spuntata: l'Italia esporta per circa il 40% all'interno dell'area euro. Pertanto la svalutazione della moneta unica non interesserà tutte le nostre esportazioni, ma solo un po' più della metà. Ma il contesto è tutt'altro che favorevole ad una ripresa dell'export anche al di fuori dell'eurozona: tra sanzioni contro la Russia e Stati Uniti che puntano a ridurre il proprio deficit con l'estero, le esportazioni difficilmente possono essere un traino per la crescita.

## IL COMMERCIO MONDIALE FERMO DAL 2011

A conferma che la crescita trainata dalle esportazioni non è la strada verso la ripresa, vi sono i dati del commercio mondiale. Negli anni d'oro della globalizzazione l'import/export globale cresceva a ritmi superiori al 15% l'anno. Dal 2011 invece è quasi fermo. Complice l'austerità europea che ha depresso gli scambi e reso il nostro continente un esportatore netto, una sorta di "grande Germania" che punta a vendere non solo agli Stati Uniti ma persino ai paesi emergenti.



# Una possibile traccia ministeriale sul Quantitative Easing

*La Banca Centrale Europea ha attuato nei mesi scorsi una massiccia politica di Quantitative Easing per rilanciare il sistema economico europeo. Il candidato illustri brevemente i benefici attesi dalle aziende bancarie e industriali, facendo riferimento anche alle principali voci di bilancio che potrebbero essere interessate dai cambiamenti prospettati.*

## Proposta di svolgimento

Dal mese di marzo, la BCE è impegnata in un massiccio acquisto di obbligazioni (in particolare, titoli di Stato) per 60 miliardi al mese: intervento che si protrarrà ad oltranza fino al settembre del 2016, e anche oltre. Lo scopo di questa operazione ("Quantitative Easing", ovvero "Allentamento della politica monetaria") è di immettere moneta (creata ex-novo) nel sistema economico europeo per ottenere una serie di effetti positivi: ripresa dell'inflazione almeno al 2%, svalutazione dell'euro, aumento delle esportazioni, miglioramento delle aspettative degli imprenditori, calo dello spread e benefici per i bilanci degli Stati, in ragione dei minori interessi sul debito pubblico. Nel piano di Draghi, il QE dovrebbe tradursi in notevoli vantaggi per le banche e le imprese industriali.

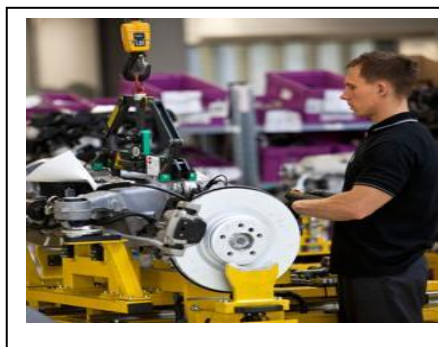
Il portafoglio delle prime sarà alleggerito dal peso eccessivo di tanti titoli, con la conseguenza di liberare risorse da destinare ai prestiti alle famiglie e alle imprese. Queste ultime potranno beneficiare sia di un accesso più facilitato al credito, sia di un aumento delle esportazioni, favorito dalla svalutazione dell'euro. L'incremento della produzione comporterà, a sua volta, l'aumento dell'occupazione e dei consumi privati.

Per quanto riguarda i bilanci, si potranno avere i seguenti effetti:

Dopo il preambolo, la traccia ministeriale può richiedere al candidato la presentazione del bilancio con dati a scelta di un'impresa industriale che, in conseguenza dei cambiamenti intervenuti, ha migliorato la propria situazione patrimoniale, finanziaria ed economica. Il candidato avrà cura di presentare un bilancio a stati comparati dal quale si evincano: un maggiore ricorso ai prestiti a medio/lungo termine, per finanziare il rinnovo degli impianti e le innovazioni organizzative; un aumento del fatturato; un incremento dell'utile d'esercizio. La consegna può riguardare un budget, anziché il bilancio.

Bilanci bancari: diminuzione del portafoglio titoli di proprietà e aumento dei Crediti verso la clientela, con benefici sul conto economico in virtù del maggiore rendimento dei prestiti alla clientela rispetto a quello dei titoli; inoltre: attenuazione dei rischi di perdita su tanti titoli che potrebbero rivelarsi tossici.

Bilanci delle imprese industriali: aumento del capitale di debito, incremento degli investimenti, possibilità di effettuare innovazioni nel processo e nel prodotto; con la conseguenza di incrementare il valore della produzione e l'utile netto.



Bisogna rilevare che il meccanismo del QE potrebbe anche non funzionare. Per esempio, non è detto che le banche si rendano disponibili ad allentare i cordoni del credito alle famiglie e alle imprese.