

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>2</b>
<b>PRIMA PARTE</b> .....	<b>4</b>
QUANTITATIVE EASING: STRUMENTO NON CONVENZIONALE .....	4
<b>PARTE SECONDA</b> .....	<b>9</b>
FEDERAL RESERVE SYSTEM.....	9
CRISI FINANZIARIA.....	11
COME LA FED HA ADOTTATO IL QE.....	17
CONCLUSIONI QE FED .....	26
GLI EFFETTI DEL PROGRAMMA QE. ....	31
<b>PARTE TERZA</b> .....	<b>36</b>
EUROPEAN CENTRAL BANK.....	36
LA GRANDE RECESSIONE.....	41
LA CRISI DI SOVRAINDEBITAMENTO DELLA GRECIA.....	46
L'INTERVENTO DELLA BCE .....	53
VERSO LA FINE DEL QE.....	59
IL QE IN EUROZONA: TRIONFO O FALLIMENTO? .....	64
<b>PARTE QUARTA</b> .....	<b>71</b>
CONFRONTO DELLE BANCHE CENTRALI CHE HANNO ADOTTATO IL QE.....	71
<b>RINGRAZIAMENTI</b> .....	<b>74</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOLOGIA</b> .....	<b>76</b>

## **Introduzione**

Il fine dell'elaborato è quello di trattare di uno strumento non convenzionale di politica monetaria (il quantitative easing, QE), fornendo anche un confronto tra l'uso che ne ha fatto la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve System.

Sono partita dalla descrizione di quantitative easing, illustrandone la natura, sottolineando il loro meccanismo di funzionamento, analizzandone la funzione e specificando le ragioni che hanno spinto le maggiori Banche Centrali, in alcune determinate e diverse circostanze, quali la crisi subprime e la crisi del debito pubblico, ad utilizzarlo nelle loro operazioni di politica monetaria.

Vivendo in un mondo globalizzato, in cui dalle sorti di uno Stato dipendono le quelle degli altri, non ho potuto fare a meno di citare le esperienze di altre Banche Centrali, come quella del Giappone, che per primo ha adoperato il quantitative easing, e del Regno Unito.

Molti economisti paragonano la realtà economica a un organismo vivente, di cui la crisi è una malattia e gli strumenti per farla ripartire sono dei farmaci, composti da effetti favorevoli, contro indicazioni conosciute e altri ignote. Il quantitative easing può essere, quindi, definito come un "farmaco" per il sistema economico e di conseguenza non è esente dal rischio di reazioni incalcolabili e negative. Da tale ragione sorgono correnti di pensiero di alcuni illustri economisti che si sono espressi contrari all'uso di questo strumento.

La sezione si conclude con un confronto riassuntivo, che evidenzia le principali analogie e differenze degli usi effettuati dalle due Banche Centrali dello stesso strumento economico.

In conclusione, si riflette su ciò che ha rappresentato il quantitative easing: un possibile fallimento oppure una soluzione ottima per i periodi di crisi.

## **Prima Parte**

### Quantitative easing: strumento non convenzionale

La gravità delle diverse crisi finanziarie, verificatesi nel XXI, ha spinto le maggiori Banche Centrali mondiali ad ampliare l'entità degli investimenti e a introdurre politiche, definite per il loro carattere innovativo ed eccezionale, non convenzionali. Fra i diversi strumenti di politica monetaria, nell'attuale situazione, è utilizzato il Quantitative easing (Qe)<sup>1</sup>, o con il nome tecnico APP (Expanded Asset Purchase Programm), il quale permette di creare moneta a debito da parte della Banca Centrale, con l'immissione nel sistema finanziario ed economico attraverso operazioni di mercato aperto (Oma).

Il punto di partenza del meccanismo è la Banca Centrale, organo che gestisce la moneta e indirizza la politica monetaria. Di fatto mantiene costanti, nel medio-lungo periodo, i prezzi e il livello dei tassi d'interesse e sostiene, di conseguenza, la crescita economica. In condizioni normali, tali obiettivi possono essere perseguiti attraverso politiche monetarie convenzionali, ad esempio prendendo decisioni sui tassi ufficiali, impostando la riserva obbligatoria o effettuando operazioni di mercato aperto, per rifornire il sistema finanziario della liquidità necessaria al suo corretto funzionamento e condizionare i tassi di interesse di breve periodo.

---

<sup>1</sup>Quantitative easing, con acronimo QE, è un termine economico inglese che può essere tradotto in italiano come "alleggerimento quantitativo", o "allentamento monetario".

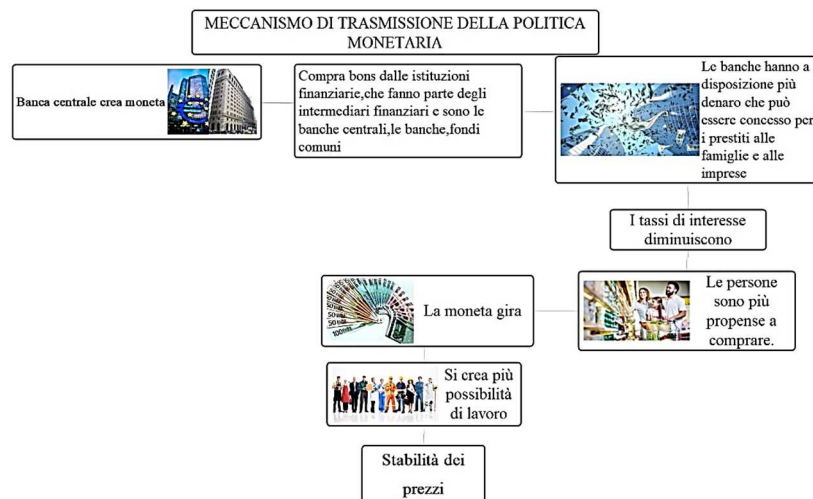
L'obiettivo della Banca Centrale si può raggiungere con il “meccanismo di trasmissione monetaria”, basato sulla relazione tra base monetarie (BM) e moneta (M):

$$M = \frac{1 + h}{h + k} BM = m \times BM$$

Dove <<m>> indica il moltiplicatore monetario dato dal rapporto  $\frac{1+h}{h+k}$

Nella Figura 1 si riporta, in modo schematico il meccanismo di trasmissione di politica monetaria appena descritto partendo dalla Banca Centrale all'economia reale.

Figura 1: “Trasmissione di politica monetaria”. Lo schema mostra, in modo semplificato, il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il primo elemento del processo è la liquidità bancaria, che nell'eurozona viene gestita dal sistema europeo di banche centrali (SEBC), che detiene il monopolio istituzionale. Ha il potere di fissare i costi e le quantità in base agli stimoli di politica monetaria che vuole trasmettere.



Fonte: Elaborazione propria

L'attuale condizione di crisi è caratterizzata da un tasso di interesse nominale a breve termine vicino allo zero, che può portare alla cosiddetta trappola della liquidità, in cui le manovre abituali delle Banche Centrali e gli strumenti convenzionali risultano inefficienti e insufficienti per raggiungere l'obiettivo. È necessario, quindi, ricorrere a quelli di tipo non convenzionali, quale il Quantitative easing.

Con questo programma, definito anche "bazooka monetario", una BC aumenta notevolmente la base monetaria all'interno del sistema finanziario, creando nuova moneta, sia reale che solo come iscrizione contabile nei suoi bilanci. L'operazione avviene attraverso l'acquisto di titoli di debito (i bonds) dalle istituzioni finanziarie (banche, fondi comuni, ...), nel mercato secondario.

Si introduce, così, denaro nell'economia, indispensabile per sostenere le banche e le società finanziarie da un'eventuale crisi di liquidità, e incentivarle a concedere più prestiti alle imprese e alle famiglie. L'aumento dell'attività creditizia permette nuovi investimenti e stimoli per la crescita economica anche attraverso l'incremento dei consumi con conseguente rialzo dell'inflazione e ripresa dell'economia.

Il QE rappresenta uno strumento utile per combattere la deflazione, ma allo stesso tempo presenta tre principali "controindicazioni" note:

- 1) Stimolo all'inflazione, perché l'aumento smisurato della moneta, immessa nel mercato, può provocare la sua stessa svalutazione: infatti, se il denaro avesse un valore inferiore, i prezzi salirebbero e crescerebbe l'inflazione, di

conseguenza il potere d'acquisto delle famiglie verrebbe logorato e si percepirebbe un depauperamento, non legato alla diminuzione del reddito, ma alla diminuzione del suo valore. Per tale ragione, non è appropriato attuarlo in caso di inflazione alta.

2) Produce molte difficoltà nella trasmissione della politica monetaria all'economia reale. Infatti, potrebbe verificarsi il pericolo che la liquidità creata dalle Banche Centrali non riesca a raggiungere l'economia reale e rimanga “intrappolata” nei circuiti finanziari, alimentando le bolle speculative. Il QE potrebbe provocare un'ulteriore instabilità finanziaria, con quotazioni finanziarie che salgono a prezzi non giustificati, mentre gli investitori assumono rischi eccessivi rispetto ai periodi di bassi rendimenti e bassa volatilità. Infatti, risulta efficace solo se si riesce a immettere in modo fruttuoso i flussi di moneta nell'economia reale, in un arco di tempo ben definito. Tale è stata la situazione negli Stati Uniti, quando la FED ha deciso di intervenire con questo strumento.

3) Necessita del supporto di politiche fiscali altrettanto espansive.

Nell'eurozona, la politica espansiva della BCE è in contrasto con la politica fiscale restrittiva dei paesi membri, perché una politica di tassi d'interesse molto bassi rischia di vanificare qualsiasi incentivo all'aggiustamento fiscale o all'attuazione delle riforme strutturali per migliorare la competitività.

Alcuni Stati, infatti, non hanno adeguato le proprie politiche fiscali interne alle azioni della Bce, vanificando e ritardando gli effetti di positivi. Senza una politica fiscale che accompagni i QE (quindi la politica monetaria), gli effetti hanno difficoltà ad arrivare e potrebbero rendere difficoltosa l'uscita dalla crisi.

Prima di poter analizzare l'uso che è stato effettuato del QE dalle Fed e dalla BCE, ritengo opportuno riportare in breve la struttura e le funzioni principali delle stesse, per poter in seguito evidenziare le differenze tra i due casi.



## Parte seconda

### **Federal Reserve System**

La Federal Reserve System (Fed)<sup>2</sup> è la Banca Centrale degli Stati Uniti e attuò l'operazione di Qe per uscire dalla crisi finanziaria del 2007-2008.

La Fed dichiara di perseguire, a differenza della Bce, principalmente tre obiettivi, secondo quanto dichiarato dalla documentazione ufficiale<sup>3</sup>:

*“The Federal Reserve conducts the nation's monetary policy by managing the level of short-term interest rates and influencing the overall availability and cost of credit in the economy. Monetary policy directly affects short-term interest rates; it indirectly affects longer-term interest rates, currency exchange rates, and prices of equities and other assets and thus wealth. Through these channels, monetary policy influences household spending,*

---

<sup>2</sup> Fu fondata nel 1913, ma divenne operativa solo dal 1916, presenta una struttura privata indipendente dal governo, è costituita da un'agenzia governativa centrale, il Board of Governors of the Fed, e da dodici Federal Reserve Bank regionali, organizzate come enti di diritto privato. La sede del Board of Governors of FED è situata nel distretto di Washington D.C., è presieduta da 7 governatori nominati dal Presidente degli USA. Deve vigilare sugli intermediari finanziari e sulle relative attività, monitorare l'offerta di servizi bancari a istituti di credito e al Governo. Le azioni e i titoli delle FED regionali possono essere detenuti e gestiti solo da banche americane. Uno degli organi più importanti del Fed è il FOMC (Federal Open Market Committee), che definisce le operazioni da compiere sul mercato aperto (Oma), con la quale la FED influenza i tassi di interesse sui mercati monetari e finanziari.

<sup>3</sup> Si veda link <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy.htm> sito ufficiale delle fed

*business investment, production, employment, and inflation in the United States.”*

Gli obiettivi pubblici, da quanto si apprende dalla citazione, possono essere perseguiti (anche attraverso la presenza di privati), devono essere conformi a quanto stabilito dal Congresso e sono:

1. condurre l'economia e la politica monetaria della nazione:
  - per promuovere la massima occupazione,
  - per mantenere i prezzi stabili,
  - per mantenere i tassi di interesse a lungo termine moderati;
2. promuovere la stabilità del sistema finanziario, minimizzando e contenendo i rischi sistemici, attraverso il monitoraggio dell'attivo e del passivo nel Paese e in quelli esteri;
3. Incoraggiare la sicurezza e la solidità degli istituti finanziari e controllare il loro impatto sul sistema finanziario;
4. Favorire la tranquillità e l'efficienza del sistema di pagamento e di regolamento attraverso servizi per l'industria bancaria e per il governo, per agevolare le transazioni;
5. Tutelare i consumatori e lo sviluppo della comunità attraverso la supervisione, l'esame, la ricerca e l'analisi dei problemi emergenti

dell'attività di sviluppo economico e dall'amministrazione del consumatore con leggi e regolamenti.

Dopo aver descritto in breve la struttura e le funzioni della Fed, verrà trattata la crisi finanziaria, per contestualizzare il periodo in cui è stato adoperato il QE.

### **Crisi finanziaria**<sup>4</sup>

Per poter capire meglio la situazione che ha spinto la Bce e la Fed ad adottare il QE, è necessario analizzare la cosiddetta crisi dei mutui subprime, che è stata una delle peggiori di tutti i tempi<sup>5</sup>.

Si tratta di una crisi fiduciaria, scoppiata nel 2006-2007, quando sono state rilevate delle insolvenze sul mercato secondario dei mutui statunitensi ad alto rischio, causando il crollo delle borse prima negli Usa, e successivamente coinvolgendo l'Europa e il resto mondo. Il coinvolgimento della maggior parte degli Stati è stato un "effetto domino" dovuto alla globalizzazione dei mercati finanziari.<sup>6</sup> Gli indici hanno raggiunto i minimi storici, provocando, secondo le stime, una perdita pari a 150 milioni di dollari. Non si tratta di una crisi "improvvisa": i primi segnali vengono registrati già nel 2003, quando cominciò ad aumentare, in modo

---

<sup>4</sup>Le informazioni sono state prese dal sito della Borsa italiana.

<sup>5</sup>Draghi, Settembre 2008, all'epoca Presidente del Financial Stability Board, a Berlino.

<sup>6</sup> La finanzia odierna permette di acquistare titoli di Borsa di qualunque Stato, ovunque. È la conseguenza di una globalizzazione che ha coinvolto anche gli scambi di "prodotti finanziari", rendendo da un lato più cospicui il "traffico" di capitali, ma più vulnerabili i mercati.

significativo, l'erogazione di mutui ad alto rischio: infatti, sono stati concessi mutui a soggetti che in condizioni normali non avrebbero mai ottenuto alcun finanziamento, perché privi di garanzia e, quindi, impossibilitati a poter restituire il credito e le società veicolo non hanno incassato le rate, entrando in crisi di cassa. Si sono ritrovate in possesso di una grande quantità di immobili che nessuno poteva permettersi più di acquistare, poiché nessuna banca era più in grado di prestare denaro per effettuare mutui, a causa delle insolvenze. L'unico modo per riottenere indietro il credito è stato quello di pignorare le case acquistate proprio con i soldi concessi in prestito. Con il diffondersi della pratica si è verificato, contemporaneamente un eccesso di offerta di beni immobili, molti dei quali rimasti invenduti, una vertiginosa discesa del prezzo delle case, ma nello stesso momento, molte famiglie ne sono rimaste senza.

Lo sviluppo dei mutui subprime si riconduce alle dinamiche immobiliari e all'uso della cartolarizzazione<sup>7</sup> ed ha come "autrici principali" le banche americane, che hanno adottato pratiche non sicure e illegali nei processi di concessione di prestiti e di pignoramenti. Prestare denaro senza rispettare le norme previste dalla legge ha

---

<sup>7</sup> Gli istituti creditizi hanno trasferito i mutui, privi di garanzie, dopo averli "trasformati" in titolo, a società veicolo. Immediatamente hanno recuperano una parte del credito che, altrimenti, avrebbero riscosso solo con l'estinzione del mutuo. Le banche, apparentemente, si sono liberate dal rischio di insolvenza dei prenditori dei fondi, mentre le società veicolo, hanno finanziato l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine.

permesso di finanziarie anche chi non era in possesso di un merito creditizio sufficientemente elevato, ma ha permesso a numerose famiglie povere di acquistare la prima casa, ma ha causato il fallimento di numerose banche, che si sono ritrovate senza moneta e con un elevato numero di immobili invenduti, provocando un crollo economico, che in poco tempo, si è trasformato da “crisi subprime” in crisi bancaria. Per ovviare alla necessità di denaro, le banche e le società finanziarie, che operavano nel mercato dei mutui subprime e dei fondi immobiliari, hanno iniziato a prestare maggiore attenzione:

- Ai propri bilanci e a quelli delle altre banche;
- Ai finanziamenti in corso;
- Ad accantonare riserve per evitare e prevenire le insolvenze sui mutui;
- A vendere i titoli di credito cartolizzati alle società veicolo.

Come effetto di questi maggiori accorgimenti, alla diminuzione della propensione rischio e all'aumento dell'attenzione nella concessione di denaro ad altri agenti economici, il tasso di interesse interbancario<sup>8</sup>, è aumentato, raggiungendo valori molto elevati, mentre la fiducia tra gli agenti è diminuita<sup>9</sup>, e rendendo difficile per gli operatori comprare capitali sul mercato.

---

<sup>8</sup> Tasso di interesse con il quale le banche si prestavano il denaro a vicenda.

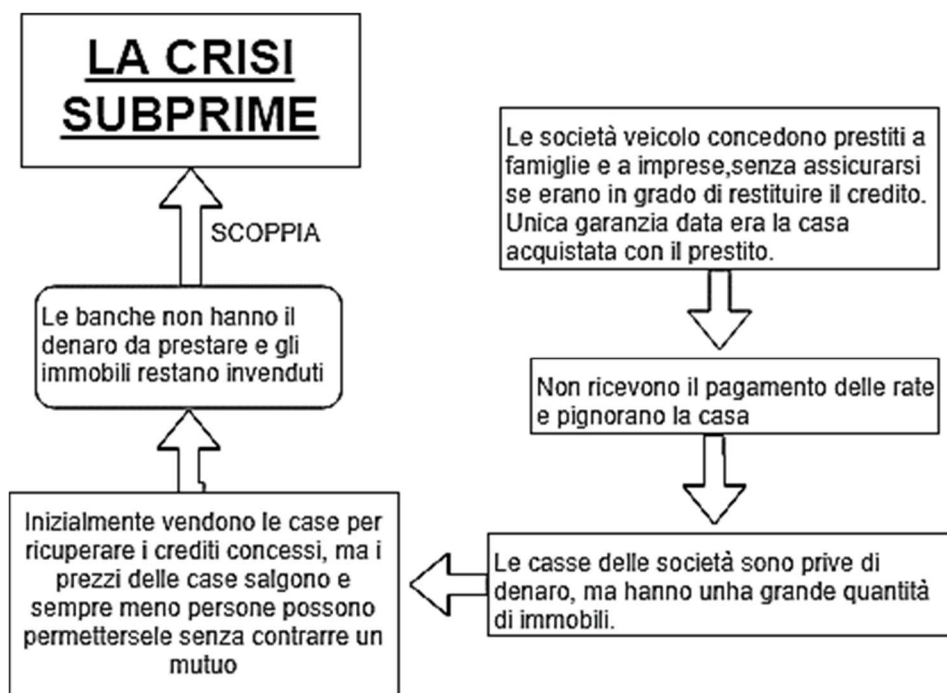
<sup>9</sup> I mercati, anche quelli più semplici, si basano sulla fiducia: qualsiasi scambio è composto da un venditore che si aspetta e pretende di ricevere, dall'acquirente, un bene del medesimo valore del suo.

L'elevato costo del denaro per le banche è un rischio perché si ripercuote in tutto il sistema economico provocando:

- a) una diminuzione della crescita economica, perché senza denaro le banche non possono concedere prestiti e le famiglie e le imprese devono diminuire i consumi.
- b) il rallentamento delle operazioni finanziarie globali (credit crunch);
- c) la riduzione degli investimenti in tutte le attività economiche.

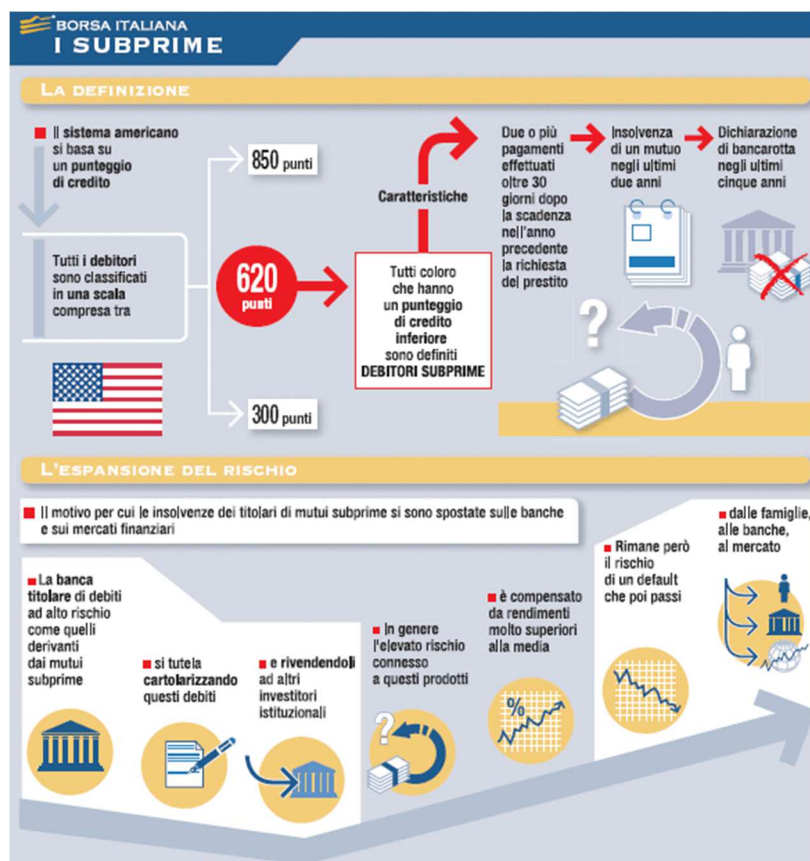
Le Figure 2 e 3 riassumono il meccanismo appena descritto.

Figura 2: Descrizione del processo che ha provocato la crisi subprime



Fonte: elaborazione propria.

Figura 3: Il processo della crisi subprime che ha coinvolto gli Usa



Fonte: Borsa italiana (2007).

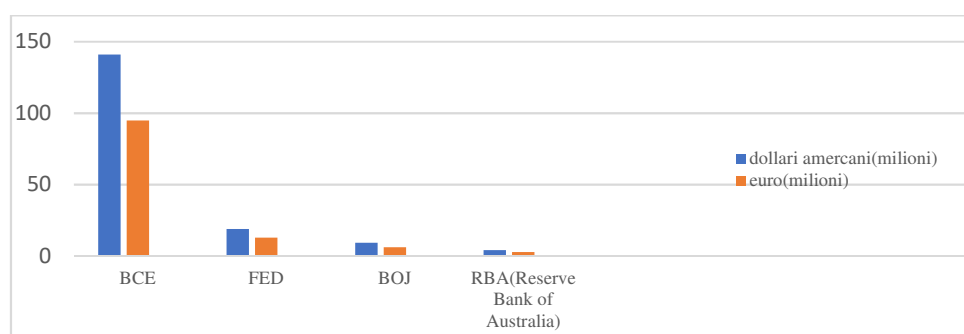
In tali situazioni, è necessario l'intervento dell'organo di politica monetaria competente a creare base monetaria che regola il tasso d'interesse per stabilire il costo del denaro e gli effetti dei prestiti. Ogni mese, le BC hanno il compito di stabilire la propria politica dei tassi, alzando o abbassando il tasso d'interesse.

Ad agosto 2007, la condizione economica divenne così sintomatica, da causare un collasso (non improvviso) dei mercati subprime, provocando il fallimento dei colossi finanziari americani. Gli analisti economici sospettarono fin da subito che

la situazione potesse avere gravi riflessioni sull'intero settore finanziario mondiale. Per tale ragione, le maggiori Banche Centrali (Fed, Bce, Boj, Banca Centrale dell'Australia e Canada) resero noto di avere in portafoglio attività collegate a obbligazioni garantite da mutui, e, non potendo aspettare la successiva riunione, sono state costrette a immettere liquidità nel sistema in modo coordinato, con l'erogazione immediatamente denaro alle banche.

Nel grafico sottostante sono riportate le quantità di denaro immesse nel sistema economico il 9 Agosto 2007, sia in dollari che in euro, per ogni BC principale.

Figura 2: Il 9 agosto 2007, le BC hanno prestato un'ingente quantità di denaro che è stata restituita subito ad un tasso minore di quello interbancario



Fonte: Elaborazione propria con i dati presi dalla EBC

La banca centrale giapponese (BOJ)<sup>10</sup> è stata la prima a mettere in atto le strategie di QE nel 2001 per sconfiggere la sua deflazione interna, seguita dalla FED nel 2008 e dalla BCE rispettivamente nel 2015 e dal Regno Unito nel 2009 e nel 2018.

<sup>10</sup>Nel 2001, la Boj introduce nel suo piano di politica economica il QE, per rilanciarlo e proseguirlo fino al 2016. Un'operazione che ha lasciato molti dubbi visto che il Giappone è ancora incastrato



Per analizzare meglio il meccanismo di QE, è necessario capire la struttura della Fed e della BCE, che lo hanno adottato per poter uscire dalla crisi.

### **Come la Fed ha adottato il Qe**

All'inizio del 2007, l'economia statunitense, come già visto, non stava raggiungendo un robusto livello di crescita e le aziende avevano maturato un ampio debito. Per evitare i collassi nel rifinanziamento dei mutui delle società private con scopo pubblico, che rappresentavano, all'epoca, "una fonte potenziale di rischio sistemico", il presidente della FED, Ben Bernanke, dal 2006 al 2014, esortò gli operatori statunitensi a cambiare la situazione. Per contrastare l'emergenza ha applicato, fin da subito, la pratica dell'"easy money",<sup>11</sup> abbassando di un quarto di punto i tassi d'interesse e lasciando intuire che avrebbe continuato a ridurlo ancora, per evitare una recessione o un forte rallentamento nell'economia. Ha scelto una politica di bilanciamento tra il contenere gli effetti negativi della crisi del mercato immobiliare, affinché non gravasse negativamente sui consumi e, allo stesso tempo,

---

nella trappola della liquidità, proprio come l'Europa e gran parte delle più importanti Nazioni mondiali. Nel 2013, la Boj fece evolvere il QE in QQE (Quantitative and Qualitative Easing), incrementando il suo programma di acquisto di titoli di 1400 miliardi di dollari in due anni, con l'obiettivo di portare l'inflazione al 2%, nel più breve tempo possibile. Il QE giapponese, inoltre, ha triplicato la propria base monetaria dal 2008 al 2014.

<sup>11</sup> La pratica dell'easy money non è stata sufficiente e per tale ragione si è ricorso, solo in seguito, al QE, perché rispetto al primo, oltre ad immettere liquidità nel sistema a fronte dell'acquisto di titoli tossici in possesso delle banche, consente alla Banca Centrale di trasformarsi in prestatore di ultima istanza a primo o unico prestatore.

si è impegnato a non far nascere una crisi del sistema bancario, dovuta alla perdita di valore dei moltissimi titoli in circolazione, con cui erano stati finanziati i mutui ipotecari più a rischio e i crediti erogati negli ultimi anni. Era necessario bloccare il peggioramento delle condizioni di salute dell'economia e del sistema bancario, per evitare l'aumento delle quantità dei crediti inesigibili e della caduta dei prezzi sugli immobili.

Per contrastare tali problemi, la Fed ha scelto di ridurre i tassi di interesse e aumentare le disponibilità di approvvigionamento di liquidità nel sistema bancario.

Date le condizioni critiche del sistema, molti economisti hanno parlato di “parziale fallimento”. L'easy money non è riuscito ad allentare la tensione sul mercato monetario ed interbancario, dove la differenza con i tassi base non era stata mai così ampia, nemmeno nei giorni in cui la crisi è stata più evidente. Le ripercussioni si sono estese in tutti i mercati del mondo, provocando il 9 agosto del 2007 un congelamento delle Borse.

Per uscire dall'insolvenza, provocata dalla crisi subprime e dalla mancanza di fiducia tra gli operatori del mercato, a settembre 2007, la Fed, per favorire l'immissione di liquidità nell'economia, rispose in modo aggressivo ed effettuò i primi tagli sui tassi di interesse: i Fed funds passano da 6,25% al 5,75%, con una riduzione dello 0,5%, sfavorendo lo scambio di denaro tra le banche ed incentivare

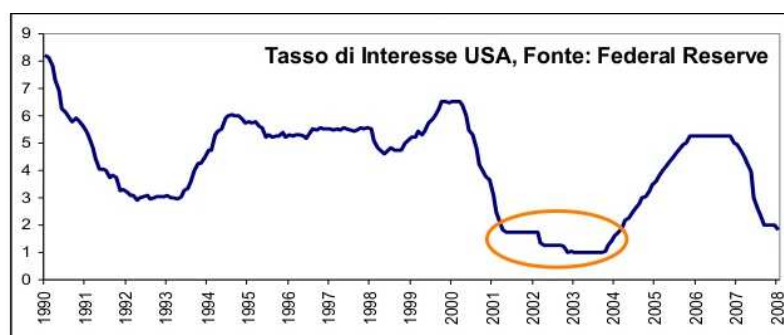
la domanda di offerta presso di essa. Il tasso d'interesse continuò a scendere nel 2009, fino a raggiungere a un livello compreso nel range tra 0% e 0,25%.

Si tratta di interventi particolarmente rilevanti durante la crisi del credito, perché il nuovo obiettivo della Fed era di mantenere le partecipazioni a 2054 milioni di dollari, che poteva essere perseguito soltanto acquistando 30 milioni di dollari in titoli da distribuire ogni mese.

Per ripulire i portafogli delle banche e delle altre istituzioni finanziarie dai titoli tossici in circolazione sul mercato, la FED ne ha acquistato un'elevata quantità, grazie alla garanzia del Tesoro americano. È stata un'azione di salvataggio che ha ridotto di molto la quantità del portafoglio delle Banche Centrali. Dopo il crollo dei Lehman Brothers, a Novembre 2008, la FED avvia il quantitative easing acquistando 85 miliardi di dollari al mese. Pochi mesi dopo, anche la Bank of England ha avviato una politica affine.

Dalla Figura 5, si può analizzare l'andamento dei tassi di interesse dal 1990 al 2008: il biennio 2003-2004 è stato caratterizzato da un livello basso rispetto al periodo 2001- 2003, ma è aumentato fino a raggiungere il 5% tra il 2006-2007, per poi scendere precipitosamente e arrivare ad un valore inferiore all'1% nel 2009.

Figura 3: Andamento del tasso di interesse negli USA dal 1990 al 2008.



Fonte: Bianchi (2008)

L'abbassamento del tasso d'interesse è una manovra tipica di politica economica espansiva molto utilizzata a breve termine<sup>12</sup> e permette di conseguire l'obiettivo di alleggerire la pressione sul credito e diminuire il costo del denaro per tutta l'economia. Un'operazione di questo tipo è attuata normalmente e rappresenta una soluzione valida ed efficace, ma, invece, in tale situazione di crisi di liquidità all'interno del sistema, non è riuscita ad apportare alcun beneficio, perché era stata colpita anche l'economia reale. Quindi, non essendo stata adeguata a rilanciare l'economia, a tranquillizzare e ristabilizzare i mercati, alla fine del 2008 la Fed promosse misure non convenzionali, acquistando titoli garantiti da ipoteche e titoli pubblici sui mercati secondari e attivando un piano di salvataggio con interventi massicci per stabilizzare le istituzioni finanziarie "too big to fail"<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Il denaro preso in prestito deve essere restituito nel giro di 24 ore

<sup>13</sup> troppo grandi per fallire

Per fronteggiare la crisi ed ottenere il massimo impiego e stabilità dei prezzi, il Congresso degli USA<sup>14</sup> e la Fed raggiunsero l'accordo, con il quale si autorizzava l'immissione di un QE misto, caratterizzato da diverse tranches:

- 1) QE1, svoltosi dal 2008 all'inizio del 2010, ha avuto la funzione di arrestare la crisi finanziaria, sfruttando la tradizionale funzione della Banca Centrale di prestatore di ultima istanza<sup>15</sup>, per rifornire di liquidità a breve termine le banche, le altre istituzioni di deposito e quelli finanziari. Infatti, Federal Housing Administration<sup>16</sup> fu autorizzata a garantire fino a 300 miliardi di dollari di nuovi mutui trentennali a tasso fisso (housing and economic recovery act) e la Fed ha acquistato 100 milioni di dollari di debito di imprese private con supporto governativo

---

<sup>14</sup> È l'organo legislativo del Governo federale degli USA, l'equivalente del parlamento dei sistemi democratici.

<sup>15</sup> Funzione, affidata solitamente alle BCN per prevenire o alleviare le crisi finanziarie. Il sistema bancario viene sostenuto concedendo crediti, quando nessuno è disposto ad effettuarlo. Si rifornisce il sistema di liquidità, sia nel sistema finanziario che nei singoli istituti bancari, dato che non sono in grado di finanziarsi direttamente sul mercato. Il ruolo di assistenza di liquidità di emergenza (*emergency liquidity assistance*) rappresenta lo strumento più tradizionale per contrastare l'instabilità finanziaria e per sostenere le banche in stato di illiquidità, ma con solide condizioni patrimoniali che ne assicurino il buon funzionamento, una volta superata l'emergenza.

<sup>16</sup> FHA è un'agenzia del governo Usa che offre un'assicurazione ipotecaria ai prestatori, approvati con determinate qualifiche e requisiti. Si proteggono i prestatori da eventuali perdite derivanti da insolvenze ipotecarie: se un mutuatario è inadempiente su un prestito, la FHA paga al mutuante un importo di reclamo specificato.

(Fannie Mae e Freddie Mac) e 500 miliardi di MSB<sup>17</sup>, che avevano perso 40 punti base. L'operazione si è ampliata con l'acquisto di Treasuries<sup>18</sup> a lungo termine, che avevano perso 2 punti base, e obbligazioni delle imprese a 10 anni.

Inoltre, consapevole della portata mondiale dei mercati di finanziamento bancari, ha approvato accordi swap<sup>19</sup> di cambio di valuta con diverse banche centrali straniere, che hanno supportato l'immissione di liquidità in dollari alle banche nelle loro giurisdizioni. Nonostante ciò, molte banche continuarono a fallire e ci fu il più grande collasso bancario assicurativo con il fallimento di Lehman Brothers<sup>20</sup>. Dopo una prima incertezza iniziale, la FED ha svolto il ruolo di prestatore di ultima istanza

---

<sup>17</sup> Mutui immobiliari subprime

<sup>18</sup> Sono i Titoli di Stato emessi dal Governo statunitense, che oggi sono quasi del tutto scomparsi, perché sono stati sostituiti da quelli a lungo termine.

<sup>19</sup> È un'operazione finanziaria su valute e tassi d'interessi, che si svolge con un accordo di scambio, in senso molto ampio, tra due posizioni finanziarie. È una forma di cooperazione fra BC di Paesi appartenenti al Fondo Monetario Internazionale (FMI), oppure fra operatori privati con esigenze valutarie opposte. Una banca acquista pronti, a fronte di un'altra valuta, impegnandosi contemporaneamente nello scambio a termine di segno opposto. Se avviene sui tassi d'interesse, le parti si scambiano quelli relativi al debito contratto e vengono calcolati in base a metodi diversi (per es., scambio degli interessi maturati su un prestito a tasso fisso contratto da un operatore privato e quelli su un prestito a tasso variabile contratto dall'altro operatore).

<sup>20</sup> È stata una delle società attive nei servizi finanziari più importante a livello globale.

attraverso l'immissione nel sistema di liquidità per sostenere le banche e l'economia, attraverso i mercati monetari e creditizi.

- 2) QE2, avviato nel novembre 2010, è stato quello con effetto più significativo, perché ha comportato la modifica del portafoglio della Fed. Di fatto ha venduto titoli a breve e ha acquistato titoli a lungo termine, con lo scopo di emettere liquidità direttamente ai mutuatari e agli investitori nei mercati del credito e di diminuire i tassi di interesse a lungo termine rispetto a quelli a breve. Gli strumenti usati sono stati: la carta commerciale basata sulla crisi (CPFF), la carta commerciale sul mercato dei fondi monetari (Asset-Backed Funding Facility), il Fondo monetario (FMFF) e il fondo di prestito titoli a lungo termine (TALF).

Il rendimento dei titoli pubblici decennali scese di 25 punti base, raggiungendo il valore minimo dal 2009 di 2,41%, ma dopo l'annuncio dall'emissione del Q2 e per i due mesi successivi, sono aumentati di 63 punti base. Nell'economia reale, si registra, in quel periodo, un aumento dell'occupazione dello 0,4%.

- 3) QE3, avviato a settembre 2012, ha ampliato le operazioni nel mercato aperto della Fed, per:
  - a. sostenere il funzionamento dei mercati del credito;

- b. comprimere verso il ribasso i tassi di interesse a lungo termine;
- c. rendere più ragionevoli le condizioni finanziarie più ampie, comprando di titoli a più lungo termine;
- d. favorire la ripresa economica più forte;
- e. contribuire a garantire l'inflazione.

Non è stato, però, definito a priori la quantità di titoli da comprare, come, invece, era avvenuto per QE1 e QE2. Il Federal Open Market Committee (FOMC)<sup>21</sup> ha cercato di mantenere il tasso dei fondi federali prossimi allo zero, fino al 2015,

Il ritmo degli acquisti di FOMC è stato all'incirca di 40 miliardi di titoli garantiti su mutui garantiti da agenzie (MBS) al mese e da gennaio 2013, ha iniziato ad acquistare titoli del Tesoro a più lungo termine pari a 45 miliardi di dollari al mese. Dopo l'annuncio, i rendimenti dei titoli pubblici a 10 anni sono aumentati di 13 punti base.

- 4) QE 4, è partito a gennaio 2014, quando erano visibili i primi segnali di ripresa. Il programma è definito tapering, perché ha visto una riduzione del ritmo degli acquisti di asset da parte del FOMC, per avviarsi verso un processo di dismissione del QE, diminuendo la quantità di acquisti dei

---

<sup>21</sup>Federal Open Market Committee è responsabile per le operazioni di mercato aperto e appartiene alla struttura della Riserva Federale.



titoli Treasuries a lungo termine, senza sterilizzazione a 45 milioni di dollari mensili. Ogni acquisto obbligazionario comporta un'espansione del bilancio della banca centrale che lo applica, e, quindi a lungo andare comporta effetti negativi.

QE2 e QE3 hanno avuto meno successo del QE1, che ha rappresentato una mossa inaspettata per il mercato, mentre le operazioni successive erano considerate inevitabili per gli analisti, i quali sapevano che la Banca Centrale avrebbe continuato ad acquistare le obbligazioni. Inoltre, QE2 e QE3 non hanno funzionato altrettanto bene dopo la crisi, come erroneamente credeva la Fed, anche se gli acquisti effettuati con questi due programmi sono stati più efficaci. I risultati ottenuti da settembre 2008, all'atto dell'annuncio, a novembre 2014 hanno aggiunto 3,6 milioni di dollari al bilancio della Fed, che è pari al 25% del PIL nominale di 2,9 trilioni di dollari nello stesso periodo. Le conseguenze favorevoli dei QE sui mercati monetari e finanziari sono state visibili, infatti dopo due mesi ogni round di acquisti, i tassi di interesse a lungo termine sono scesi di 0,15% punti, mentre le azioni si sono apprezzate e la quota di MBS, detenuta dalla Fed, è cresciuta in misura significativa tra il 2000 e il 2013, raggiungendo la quota del 24%. Si ritiene che la quota abbia diminuito i rendimenti delle MBS dell'ordine di 55 punti base. Gli acquisti per 10 miliardi a settimana compiuti dalla Fed avrebbero contribuito a far calare il loro rendimento di 0,5 punti base sempre a settimana.

### **Conclusioni Qe fed**

A novembre 2018 è ricorso il decimo anniversario dell'immissione del programma di QE negli Usa, usato per contrastare la crisi del credit crunch. È stato il più "audace esperimento politico", nella storia economica moderna, secondo solo alla campagna inflazionistica effettuato nel 1979-1980. Lo prova l'aumento delle attività della Fed: infatti, negli anni antecedenti la crisi, deteneva attività tra 700 e 800 miliardi di dollari, composte soprattutto da titoli di stato a breve e a lungo termine. A seguito delle politiche monetarie espansive del QE, il portafoglio si è dilatato, arrivando in alcuni periodi ad essere di oltre 4.300<sup>22</sup> miliardi di dollari, composto essenzialmente da 1500 milioni di MBS e privo di Treasuries. Il programma ha "offuscato" la distinzione tra politica fiscale e monetaria.

Diverse e contrastanti sono le opinioni sugli effetti del QE: alcuni ritengono che se avesse effettivamente contribuito a ridurre i rendimenti sui titoli, il differenziale di rendimento sui titoli tra Paesi che non utilizzavano il QE e gli USA sarebbe dovuto aumentare.

Altri invece, come il giornalista de "Il sole 24 ore", Massimo Gaggi, hanno riscontrato dei miglioramenti a seguito del programma, seppur accompagnato da periodi poco proficui. L'economia ha ripreso a crescere, ma non con l'effervescenza avvertita nel 2014. I sintomi non erano svaniti, ma il sistema era più fragile del

---

<sup>22</sup> Più di cinque volte il valore precrisi.

previsto. La loro tesi era supportata dai dati registrati nel primo trimestre del 2015, che facevano emergere un rallentamento dell'economia sia Usa che dell'Unione Europea e nel resto del mondo. Infatti, negli Usa si registrava:

- Una crescita del Pil solo del 0,2%; dato preoccupante più per l'Europa che per gli Stati Uniti;
- Un reddito nazionale con un andamento simile a quello dell'anno precedente, quindi, con crescita pari a zero, anche se successive revisioni riportarono il -2,2%;
- Un aumento dei risparmi e una diminuzione dei consumi dell'1,9% da parte delle famiglie americane, causando il rallentamento dell'economia;
- Una diminuzione degli investimenti e della produttività delle imprese.

Gli effetti di rilancio, però, emergevano dalla ripresa degli acquisti sulle case dal 2014, dopo che il crollo nel 2007 sia negli Usa che nell'Eurozona. Anche se la compravendita di immobili era ricominciata, questi risultavano ancora dimezzati rispetto al periodo precedente la crisi. Sia in Europa che negli Usa erano iniziati ad aumentare le concessioni di mutui, finanziamenti e altre obbligazioni con banche o istituti di credito (soprattutto presso i fondi), ma solo in alcune aree. Nell'Ue sono aumentate del 13% rispetto al 2013, ma risultavano meno della metà rispetto a quelli concessi nel 2006. Il sollievo emergeva dalla Borsa, dove i titoli ricominciarono a recuperare punti, e anche dall'andamento dell'economia reale, dove la produzione industriale aumentava dell'1%. Visti

tali miglioramenti, i mercati si aspettavano che il tapering si verificasse a settembre 2013, ma, invece la Fed ha preferito mantenere il QE a 85 miliardi di dollari al mese, a causa di alcuni dati che mostravano ancora un segnale di debolezza. Di conseguenza, l'inizio del tapering fu ritardato, rispetto alle previsioni iniziali del mercato, forse, anche in ragione di alcuni studi che si diffusero verso la fine del 2013, secondo i quali, dopo un rallentamento del programma, i mercati avrebbero riportato risultati sfavorevoli e performance deludenti, ricadendo in una spirale di crisi senza uscita. In realtà, la correlazione tra azione e obbligazioni ha evidenziato shock evidenti a seguito degli interventi da parte della Fed, dal QE1 fino al QT<sup>23</sup>, rendendo difficile proteggere il portafoglio attraverso l'utilizzo delle obbligazioni.

La normalizzazione delle politiche monetarie in atto ha bisogno di essere supportato da un portafoglio che sia "elastico", ovvero predisposto all'adattamento dei continui cambiamenti, conseguenza dei nuovi regimi di correlazione<sup>24</sup>.

Come riportato dalle analisi effettuate, già subito dopo l'annuncio del tapering da parte di Bernanke, le obbligazioni hanno risentito di una forte svendita e le azioni hanno riportato una maggiore volatilità rispetto a prima. Dal 18 dicembre 2013 fino

---

<sup>23</sup> Quantitative Tightening, "Taper Tantrum" introdotto da Bernanke nel maggio del 2013

<sup>24</sup> Come già evidenziato, viviamo in un mondo caratterizzato da un nuovo regime, dove le precedenti teorie e regole economiche non funzionano più.

alla fine del 2014, la Fed ha ridotto gli acquisti obbligazionari di 10 miliardi di dollari al mese, per avviarsi verso la normalità. Il giorno successivo alla riduzione, la Borsa è stata entusiasta con l'indice Dow Jones<sup>25</sup> che chiuse in rialzo di quasi 300 punti, il migliore guadagno dell'anno in una singola seduta. Nella seconda metà del 2013, gli indici e i titoli si sono stabilizzati, in quanto gli investitori erano diventati progressivamente più “tranquilli” nei confronti della riduzione del QE.

Il tapering e il programma sono cessati definitivamente il 30 ottobre 2014 e la conclusione ha avuto un significato positivo per gli Stati Uniti e il mondo, perché ha dimostrato che la Fed era abbastanza fiduciosa nella ripresa economica. Il ripristino delle politiche monetarie convenzionali ha rappresentato un processo abbastanza complesso, che ha avuto la necessità di essere accompagnato da un ridimensionamento del bilancio della Fed. Con tale strategia, l'ex presidente Bernanke nel giugno 2013, aveva intenzione di assicurare che gli MBS non sarebbero venduti, in un primo momento, perché, secondo queste aspettative, i titoli detenuti dal System Open Market Account (SOMA) avrebbero dovuto avere maturazione entro il 2020 e i ricavi della Fed, tra il 2009 e il 2025, sarebbero dovuti salire a un valore pari 910 miliardi di dollari, ma gli MBS sarebbero stati venduti

---

<sup>25</sup> È noto indice azionario della borsa di New York, creato da Charles Dow, padre dell'analisi tecnica e fondatore del Wall Street Journal e da Edward Jones, statistico finanziario americano.

contestualmente agli altri titoli, la cui completa maturazione sarebbe avvenuta solo nel 2019 e i ricavi sarebbero potuti diminuire di oltre 65 miliardi.

Si evidenzia che il lasso di tempo necessario per ripristinare una situazione precrisi, dopo l'adozione di uno strumento anticonvenzionale, è molto lungo ed è necessario che gli operatori abbiano abbastanza pazienza e fiducia nella BC per poter rivedere lo slancio dei mercati.

La ripresa è stata in questa situazione molto più lunga del previsto, anche a causa della ricaduta avuta nel 2018, anno che sarà “archiviato come uno dei peggiori anni della storia recente in termini di performance”.<sup>26</sup> Infatti, gli utili degli Usa sono stati notevolmente al ribasso, da 11% sono passati al 7% e le previsioni idealizzano una crescita pari allo zero nel corso del 2019. Un anno iniziato con un timore generale del mercato, a causa dei pessimi risultati dell'anno precedente, della guerra commerciale al rischio di recessione, degli errori di comunicazione della Fed e delle conseguenze della Brexit, ma nonostante ciò gli operatori sono stati più propensi ad investire, perché sono stati riscoperti gli asset con una maggiore remunerazione data dal rischio.

Nell'eurozona la situazione dovrebbe essere più contenuta, dove si continua ad attendere una stabilizzazione dei tassi a lungo termine previsti fra il 2,75% e il 3%, come è avvenuto nel mercato statunitense. Diversi economisti dichiarano di non

---

<sup>26</sup> Citazione del giornalista Andrea Dalitala dall'articolo “La Fed fa dietrofront”.

avere una visione pessimista del periodo, perché non intravedono, per il momento, forti rallentamenti degli indici azionari e sperano in un ritorno ai livelli normali

### **Gli effetti del programma Qe<sup>27</sup>.**

Il principale successo del QE è, sicuramente, la ripresa economica degli Stati Uniti dalla crisi del 2008. La Fed non ha (se non in piccola quantità) il controllo sugli elementi di lungo periodo, quali le abilità di forza lavoro, l'energia, la visione degli imprenditori e il ritmo di produzione. Quello che invece può fare è:

- Mitigare le recessioni, perché, tramite la sua politica monetaria, può aiutare il sistema ad usare pienamente le risorse di lungo periodo.
- Può mantenere l'inflazione bassa e stabile, intorno al 2%, sostenendo il mercato a funzionare nel migliore dei modi e rendendo più semplice per i soggetti pianificare il futuro.

La politica monetaria ultra-espansiva degli USA<sup>28</sup> ha avuto effetti molto positivi sul mercato del lavoro, creando 2 milioni di occupati e sul tasso di inflazione, evitando, in parte, il fenomeno della deflazione. Non si sono verificati gli stessi effetti nell'Unione Europea, invece, che ha adottato tale politica in forte ritardo, nel 2015, quando la deflazione era già manifesta, rendendo come unico effetto benefico

---

<sup>27</sup> Le informazioni sono tratte dal discorso fatto nell'autunno 2015 da Ben Bernanke.

<sup>28</sup> Bank of England ha avuto un comportamento molto simile a quello della Fed.

il risparmio sui tassi di interesse del proprio debito pubblico da parte degli Stati membri.

Proprio grazie alla sua struttura, che la Fed<sup>29</sup> è riuscita ad aumentare la base monetaria senza pesare troppo sul contribuente e senza aumentare il debito pubblico ed è riuscita ad accompagnare il programma con massicci stimoli di incentivi all'economia reale attraverso la spesa pubblica diretta. Ha svolto un ruolo importante durante la fase precrisi, nonostante si sia arrivati quasi al fallimento l'economia, e durante la crisi, evitando un disastro maggiore di quello subito<sup>30</sup>.

La funzione di una Banca Centrale è di intervenire solo dopo lo scoppio della crisi o prima dell'innesco della stessa. La soluzione non è semplice, ma la Fed ha scelto di adoperare la politica monetaria solo in caso di emergenza e di mantenerla anche per molto tempo dopo la fine, per contrastare una possibile "ricaduta".

Il QE doveva rappresentare solo una misura di emergenza a seguito della crisi 2008-2009, con il quale la Fed aveva "attutito" la concentrazione dell'offerta di moneta aumentando di miliardi di dollari le riserve bancarie, ma, purtroppo, il ritorno alla normalità ha peggiorato la situazione, mostrando un rischio di recessione inglobato

---

<sup>29</sup> A differenza della Bce, la Fed ha l'obbligo di perseguire il suo impegno e non di combattere l'inflazione

<sup>30</sup> Un po' diverso, come si vedrà, è il caso europeo, dove invece, nonostante le misure adottate (forse in ritardo), si è verificata la deflazione.



nel mercato. Nonostante fosse noto che si sarebbe verificato nel 2018 il “quantitative tightening” (QT), ovvero la chiusura dei rubinetti monetari con l’aumento dei tassi di interesse e la vendita sul mercato dei titoli che aveva acquistato con le nuove riserve, la notizia ha ottenuto una reazione severa da parte dei mercati, forse perché si sperava una continuazione del programma, visto il periodo ancora instabile dell’economia.

Nel corso del 2018, la Fed ha progressivamente aumentato ritmo di riassorbimento della liquidità ed infatti, ad Ottobre, ha stabilizzato le emissioni a 50 miliardi di dollari al mese,<sup>31</sup> dichiarando che il livello dei tassi era lontano da quello neutrale. È stata una notizia che ha spiazzato subito i mercati che, invece, si aspettavano l’arrivo del Neutral rate.<sup>32</sup> In listino si presentano titoli con forte volatilità.

Dopo i primi esiti negativi, il governatore, a dicembre 2018, blocca il QT in modalità “pilota automatico”, quindi i tassi di interesse progressivamente saranno aumentati e saranno venduti 50 miliardi di dollari al mese in titoli, fino a raggiungere il suo obiettivo. I mercati non si sono mostrati positivi e, infatti, nel mese, l’indice Nasdaq Composite Index, ha perso il 22% dal suo massimo, le insolvenze sui prestiti al consumo sono aumentate e, per la prima volta in due anni,

---

<sup>31</sup> Circa 600 miliardi di dollari all’anno. Rimane una manovra con un ritmo ancora elevato, ma si nota la diminuzione rispetto alle precedenti emissioni.

<sup>32</sup> È il tasso d’interesse che assicura una crescita stabile del PIL a piena capacità

tutti i tipi di prestiti hanno mostrato un tasso di insolvenza più elevato. Per tale ragione, dopo la riunione del 30 gennaio 2019<sup>33</sup>, Powell ha migliorato la sua tattica di politica monetaria, lasciando i tassi invariati al 2,25-2,5%, continuando a introdurre moneta, per evitare la possibile recessione e effettuato un cambio nelle scelte da “pilota automatico” a “flessibilità”, cedendo alle pressioni del mercato.

In base ad alcuni studi della Fed sul QE, si ipotizza che 100 miliardi di liquidità equivalgano a un aumento dei tassi di 10 punti base, che produce un impatto negativo pari allo 0,1% sul Pil dell'anno successivo. Dunque, 600 miliardi di liquidità sottratta all'economia potrebbero ridurre il Pil Usa di circa lo 0,6% nel 2019/20.

Politiche espansionistiche di tale portata, se applicate per un lungo periodo, dilatano sensibilmente il Balance Sheet della BC e, quindi, bisogna ridimensionarlo e riportarlo alla normalità, con un'operazione che comporta diverse problematiche. Inoltre, possono provocare l'iperinflazione, se non sono correttamente orientate verso i debitori, piuttosto che verso le banche creditrici.

---

<sup>33</sup> Nel corso della presentazione stampa ha dichiarato che sarà necessario aspettare per “determinare quali future correzioni ai tassi potranno essere appropriate”

Il processo di dismissione sarà inevitabile, lungo e necessario e, per sfuggire ciclo di boom and bust,<sup>34</sup> bisognerà iniettare nuovi capitali direttamente nell'economia reale.

Perseguendo tale strategia, la Fed cambia radicalmente il modo di operare nel sistema finanziario, ma poche istituzioni o soggetti potrebbero apprezzare il cambiamento nei circuiti dei mercati<sup>35</sup>. La prospettiva futura è di rendere i tassi reali stabili, una coda inflazionistica tipica di fine ciclo con un conseguente rialzo dei tassi nominali.

---

<sup>34</sup> Alternanza di periodi di grande espansione del mercato a periodi di grande crisi

<sup>35</sup> Dichiarazione del 13 febbraio 2019 intitolata "Quantitative Easing on Demand" a cura Mark Grant, pubblicata su Seeking Alpha, piattaforma di articoli e ricerche di crowd-sourced per i mercati finanziari

## **Parte Terza**

### **European Central Bank**

Per capire quali sono stati i fattori che hanno portato la Banca Centrale Europea<sup>36</sup> ad optare per il QE, come operazione di politica monetaria, credo sia necessario dover tracciare in modo sintetico la struttura dell'organo, risalendo alla nascita dell'Unione Europea, avvenuta con il Trattato di Maastricht del 1992<sup>37</sup>, che ha portato alla costituzione della Banca centrale europea, avvenuta il 1° Giugno 1998, e alla creazione dell'euro come moneta unica, il 1° gennaio 1999.

Nonostante vi sia una Banca Centrale Unica, gli Stati costituenti hanno ritenuto opportuno mantenere la struttura delle Banche Centrali Nazionali (BCN)<sup>38</sup> per fronteggiare il più possibile alle profonde differenze politiche, economiche e sociali e, quindi, favorire una migliore cooperazione.

---

<sup>36</sup> La BCE è un'istituzione ufficiale che si colloca al centro dell'Eurosistema e del Meccanismo di vigilanza unico sulle banche dei Paesi che adottano l'euro come valuta nazionale. Il principale organo decisionale della BCE è il Consiglio Direttivo, responsabile delle strategie e delle decisioni di politica monetaria, composto dai 6 membri del Comitato Esecutivo (Presidente, Vicepresidente e altri 4 membri, eletti dal Consiglio europeo) e dai governatori delle BCN. La Bce è inserita nel Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), composto dalle Banche Centrali degli Stati membri che hanno adottato la moneta unica. Sia Il Consiglio che il SEBC sono dotati di un Presidente.

<sup>37</sup> Prima di questo Trattato si parla di CEE e Mercato unico europeo

<sup>38</sup> Ogni BCN nell'area euro ha mantenuto la sua struttura operativa, nonostante l'integrazione nel sistema bancario europeo. In sostanza sono diventate le azioniste della BCE, in proporzione alla popolazione e all'economia della nazione, e permettono di attuare meglio le decisioni di politica monetaria.

Il meccanismo di governance favorisce la “periferia” del sistema (a differenza del sistema americano), poiché i rappresentanti nazionali hanno maggior peso nel Consiglio rispetto ai membri “centrali” che rappresentano direttamente la BCE, scelti dai governi dei Paesi partecipanti “tra persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario”.

L’operato della BCE, quindi, è basato sul principio che pone, da un lato l’accentramento unitario per il processo decisionale, eseguito Consiglio Direttivo<sup>39</sup>, e dall’altro, un decentramento locale per la realizzazione operativa delle politiche, che sono implementate dalle singole BCN dei Paesi che adottano l’euro, e quindi appartengono all’Eurosistema, che esisterà solo fino a quando ci saranno Stati appartenente all’Unione, ma che non adottano la moneta unica.

Il Trattato di Maastricht ha istituito il Consiglio Generale composto dai Governatori di tutte le BC del SEBC ed indica nell’ art. 105.2 i compiti istituzionali, come definire ed attuare la politica monetaria della comunità; svolgere le operazioni sui cambi; detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta degli Stati membri; promuovere e regolare il funzionamento dei sistemi di pagamento.

Il compito principale è condurre la politica monetaria nell’Eurozona, cercando di mantenere la stabilità dei prezzi nell’area dell’euro e preservare così il potere di

---

<sup>39</sup> organismo collettivo che definisce "le priorità e gli indirizzi politici" generali dell'Unione europea ed esamina i problemi del processo di integrazione

acquisto della moneta unica, secondo quanto dichiarato nell'art. 147 del Trattato sull'Unione europea (TFUE).

La definizione quantitativa di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE è quella di un aumento annuale dell'Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato<sup>40</sup> minore del 2%, ciò significa che, per ovviare a sovrastime strutturali nella rilevazione del tasso di inflazione e per avere un adeguato margine di sicurezza da una situazione deflattiva, tale valore, nel medio periodo, deve essere prossimo al 2%. Un chiaro obiettivo di inflazione (inflation target) migliora la trasparenza della politica monetaria, parametro tramite il quale gli operatori possono capire se la banca sia tenuta ad intervenire e, infine, serve come guida per effettuare analisi sulle aspettative future. L'art. 127 prosegue, specificando anche che è necessario sostenere le politiche economiche generali nella zona, al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi generali dell'Unione.”

La Bce è soggetta a tre principali limiti:

- 1) Deve rispettare gli obiettivi e valutare le possibili ricadute delle sue azioni. La liquidità emessa deve essere sempre controllata, per evitare incrementare l'inflazione;

---

<sup>40</sup> HICP secondo la dicitura inglese Harmonised Index of Consumer Prices

- 2) Le banche dell'eurozona devono offrire alla BCE determinate garanzie per le operazioni di pronto contro termine, con le quali ricevere la liquidità.
- 3) Deve controllare la qualità dei titoli posti in garanzia.

Per perseguire i suoi obiettivi di politica monetaria dispone di diversi strumenti:

- operazioni di mercato aperto (Open Market Operations – OMOs), con la quale gestisce la liquidità in circolazione e a influenza i tassi di interesse prevalenti nell'economia, con:
  - o le operazioni di rifinanziamento principale (Main Refinancing Operations – MROs), che forniscono al sistema finanziario la maggior parte della liquidità necessaria e sono ritenute le più importanti. La BCE può usare altri due istituti, definiti Standing Facilities, come MROs, e sono:
    - Deposit Facility
    - Marginal Lending Facility (MLF), usati dagli intermediari per ottenere liquidità in cambio di attività considerate idonee (eligible assets), pagando un determinato interesse.

Entrambi forniscono o assorbono la liquidità overnight e fissano le bande di oscillazione per i tassi overnight. Possono essere usati su iniziativa delle controparti, a differenza delle OMOs, che, invece, sono fissate dalla BCE.

- le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (Longer-term Refinancing Operations - LTROs), hanno una cadenza mensile e una scadenza trimestrale e sono condotte con l'obiettivo di fornire liquidità a più lungo termine alle controparti.
  - le operazioni di fine-tuning (Fine Tuning Operations – FTOs), indirizzano i tassi di interesse, assorbono o creano liquidità per controbilanciarne l'eccessiva fluttuazione che può influenzare i tassi. Data la loro natura, a differenza delle LTROs, le FTOs non sono operazioni regolari, ma vengono decise e implementate caso su caso dalla BCE con determinate controparti. Possono essere dei repo o dei currency swap.
- Con la riserva obbligatoria imponendo un livello minimo di riserve che le istituzioni bancarie devono mantenere in media per un periodo di tempo mensile presso la Banca Centrale per non incorrere in sanzioni pecuniarie. Lo scopo è controllare la liquidità e stabilizzare i tassi di interesse di breve periodo.
  - Con i tassi ufficiali fissati ogni due mesi dal Consiglio Direttivo della BCE. In condizioni normali, vengono stabiliti il limite superiore (ceiling) e inferiore (floor) per i tassi di interesse nel mercato interbancario. Nel



Settembre 2014, il limite superiore è stato impostato pari allo 0.30%, mentre quello inferiore a -0.20%.<sup>41</sup>

Nonostante l'ampia varietà di strumenti a disposizione della BCE, per salvaguardare dalle crisi finanziarie, è stato necessario ricorrere a strumenti di tipo non convenzionale. Infatti, fin dai suoi primi anni di "vita", l'euro ha dovuto fronteggiare due grandi crisi, succedutesi a distanza di pochi anni. La prima, chiamata la grande recessione, "scoppiata" negli Usa a agosto 2008<sup>42</sup> e terminata poi nel 2013, e diffusasi in pochissimo tempo in tutto il mondo, senza risparmiare l'Unione Europea; mentre la seconda, è iniziata ufficialmente nell'autunno 2009, a causa del sovraindebitamento della Grecia<sup>43</sup>.

### **La Grande Recessione**

La crisi nel Vecchio Continente, sul contagio di quella americana<sup>44</sup>, arriva con nuove implicazioni, creando dissesto dei conti pubblici.<sup>45</sup> I primi segnali si sono

---

<sup>41</sup> Gli istituti di credito dovevano pagare per detenere delle riserve in eccesso presso la BC. È stata un'azione politica utilizzata per evitare che la base monetaria rimanesse intrappolata nelle riserve presso la Bce, impedendo di circolare nel sistema.

<sup>42</sup> Non si può dare una data precisa, perché la crisi è stata causata da più fattori, come già visto. Convenzionalmente la si fa risalire al 15 Settembre 2008, giorno in cui Lehman Brothers, una delle più importanti banche di investimento degli Stati Uniti, con interessi e filiali in tutto il mondo, dichiararono fallimento, provocando il panico tutti i mercati finanziari mondiali. I segnali di un'imminente crisi erano evidenti già nell'anno precedente al fallimento del Lehman Brothers.

<sup>43</sup> A differenza della prima crisi, l'epicentro è avvenuto in Europa.

<sup>44</sup> Si sta facendo un riferimento alla crisi subprime, di cui si è parlato.

<sup>45</sup> Questi ricadono inevitabilmente sui cittadini, in quanto sono i fruitori e contribuenti dei servizi.

avuti in Francia, in UK e in Svizzera, ma fu in Islanda a subire i danni maggiori, che arrivò sul punto del fallimento e fu costretta a imporre politiche di rigore molto severe. Solo nel 2010-2011, quando la popolazione non riuscì più a sopportare la situazione, furono applicate politiche di austerità sostenibili.

La bolla scoppia nell'eurozona, provocando diverse tensioni, soprattutto in quegli Stati definiti "Piigs<sup>46</sup>", quali il Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna, dove esisteva un gravissimo deficit nelle finanze dello Stato, causate dalla contrazione delle entrate fiscali con la stagnazione delle attività economiche e dei consumi e dal livello crescente della spesa pubblica, costretta a sostenere i costi del salvataggio. Solitamente, i governi hanno a loro disposizione degli strumenti per fronteggiare il proprio deficit, come:

- 1) applicare politiche volte a stimolare la crescita, per avere un maggior prelievo fiscale e favorire le entrate. Non è una pratica affatto facile da attuare a causa dei costi elevati da parte delle finanze statali, che in questo caso, erano già in dissesto.
- 2) Effettuare tagli alla spesa pubblica, per abbassare il livello di deficit sul fronte delle uscite. È stato uno strumento fin troppo attuato dai Piigs,

---

<sup>46</sup> È l'acronimo delle iniziali di questi Paesi. Inizialmente era solo pigs (dall'inglese maiali) e non veniva inclusa l'Italia.

sotto le direttive dell'UE, ma ha come effetto sfavorevole la compressione della crescita e dei consumi, con costi sociali notevoli e rivelandosi controproducente per ridurre il debito.

- 3) Emettere una maggior quantità di base monetaria da parte delle banche centrali, che però i singoli Stati non possono adottare. Spetta, infatti, alla Bce questo compito, ma prima di avviare una simile procedura deve analizzare al meglio la situazione, perché il suo compito è quello di salvaguardare gli equilibri complessivi della moneta unica, senza poter intervenire direttamente per aumentare la liquidità dei singoli stati membri.
- 4) Emettere il debito pubblico, ovvero richiedere fondi in prestito attraverso la vendita di titoli di Stato i quali, dopo un periodo prestabilito, devono essere restituiti all'acquirente-creditore con un interesse adeguato al rischio sostenuto e può essere attuato solo se le condizioni di salute dello Stato sono buone. Infatti, chi acquista i titoli deve aver fiducia nei confronti dell'emittente<sup>47</sup>. Se manca la fiducia, l'emittente (in questo caso lo Stato) viene considerato a rischio di insolvenza<sup>48</sup> dagli investitori e i tassi di interesse del debito sale,

---

<sup>47</sup> È necessario aver fiducia che lo Stato sia solvente, cioè che prima o poi riesca restituire il denaro.

<sup>48</sup> La crisi europea, a differenza di quella USA, si basa sulla sfiducia da parte degli investitori nei confronti di Stati ritenuti insolventi. L'affidabilità degli stati è misurata attraverso lo spread.

rendendo più pesante l'indebitamento che verrà esposto, in ogni asta di titoli, al rischio bancarotta.

La loro debolezza interna, spread elevati e i pochi strumenti a disposizione per contrastare l'emergenza, hanno causato enormi costi in tutta la zona. Molte banche di tali Paesi hanno annunciato di avere obbligazioni garantite da mutui, e 8 Marzo 2007, la Bce è stata costretta ad attuare linee di credito per aiutarle e contrastare il più possibile il contagio, alzando i tassi di interesse di 25 punti base al 3,75% e tre mesi dopo li ha portato al 4%. Il 13 settembre 2007, circa un mese dopo dal fallimento dei colossi statunitensi, la banca britannica Northern Rock chiede prestiti di emergenza alla Banca d'Inghilterra, dopo aver registrato delle perdite esorbitanti, dichiarando di trovarsi in crisi di liquidità e di non potersi rifornire sul mercato interbancario. La BC inglese ha infuso 25 miliardi di sterline nelle casse della banca, per salvarla dal fallimento, ma non è riuscita ad evitare le corse agli sportelli da parte dei cittadini, nonostante le rassicurazioni da parte delle autorità. Fu ritirato, solo il 14 settembre, più di un miliardo di sterline<sup>49</sup> e il titolo della Northern Rock perse in apertura il 33%, abbassandosi da 12 sterline a soli 2,93 sterline e

---

<sup>49</sup> Il Finance Times, il principale giornale economico-finanziario del Regno Unito, ha effettuato e dichiarato una stima sulla presunta quantità di sterline prelevata quel giorno intorno a un miliardo. Altre fonti hanno, invece, rilevato una cifra che sfiora i due miliardi. (Mi sono attenuta alla fonte del Finance, ritenuta più attendibile)

influenzando<sup>50</sup> la maggior parte dei titoli bancari e finanziari britannici. Nel 2008 la banca passa sotto il controllo statale, per evitare il fallimento. Diversi furono gli interventi della Bank of England, effettuati anche sotto forma di ricapitalizzazione e acquisti di obbligazioni a sostegno della Northern Rock e di varie altre banche. Per salvaguardare gli istituti di credito in difficoltà vennero predisposti consistenti piani di salvataggio, attraverso l'erogazione di circa 3166 miliardi di euro, sotto forma di garanzie, ricapitalizzazione e linee di prestiti in Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Paesi bassi, Portogallo e Svezia. La Nazione con maggiori aiuti pubblici per le banche è stata la Germania che ottenne, sia sotto forma di garanzie sulle passività che sotto forma di sottoscrizione di azioni o titoli subordinati, oltre 380 miliardi di euro di garanzie e circa 56 miliardi di capitale, mentre la Spagna fu coinvolta in un grande intervento di ricapitalizzazione che ha coinvolto il fondo europeo di salvataggio (EFSF), con l'erogazione di un prestito allo Stato di oltre 30 miliardi di euro, in una sola volta, ma che raggiunse la somma di 100 miliardi di euro. I salvataggi bancari hanno ampliato, però, il debito pubblico dei Paesi, costruendo la crisi del debito sovrano. Oltre agli interventi pubblici di salvataggio di alcuni istituti in maggiore difficoltà, in molte giurisdizioni, sono state attivate misure di interventi urgenti, come il divieto di vendite allo scoperto di titoli azionari dai securities regulators (tra cui la Consob per l'Italia).

---

<sup>50</sup> L'uso del termine è un riferimento alla metafora tra sistema economico e corpo umano.

La crisi di origine americana ha messo a dura prova le capacità dei singoli Stati e della sovranità sovranazionale dell'Europa e, per tale ragione si è sentita la necessità di dover introdurre una più efficace regolamentazione, di tipo europeo, ma anche di autodisciplina, per il sistema finanziario, per gli assetti istituzionali della supervisione, per le governance delle imprese e per le politiche di remunerazione dei manager e di gestione dei rischi<sup>51</sup>. È nata una nuova architettura istituzionale per promuovere norme di armonizzazione in materia e applicazione delle norme.

#### La crisi di sovraindebitamento della Grecia

Quando gran parte dell'Europa era impegnata a contrastare il “virus americano”, in Grecia, la crisi non fu evidente fino alla prima metà del 2009 e solo in seguito ha assunto notevole dimensione. A differenza degli Usa e degli altri Paesi UE, la spesa privata, di cui doveva farsi carico lo Stato non era smisurata, mentre, la spesa pubblica era esorbitante, di cui, però nessuno ne era a conoscenza. Eppure, secondo le statistiche effettuate dell'Eurostat, la Grecia si è sempre trovata con un debito sovrano maggiore rispetto alla media europea, anche prima dell'entrata nell'Unione. Un elevato debito pubblico avrebbe impedito l'ingresso nell'Unione Europea, secondo quanto predisposto dalle norme del Trattato di Maastricht. Il

---

<sup>51</sup> La nuova disciplina non ha coinvolto solo l'Unione Europea e i suoi Stati, ma anche Usa, che predispose norme più rigide per un maggior controllo della finanza

governo, di conseguenza, ha ritenuto necessario falsificare i bilanci statali pur di entrare e continuare a far parte dell'Ue, beneficiando del potere dei tassi di interessi più bassi, della moneta unica e di un maggior afflusso di capitali di investimento e di prestito.

Il dissesto fu reso noto da George Papandreu<sup>52</sup> il 19 Ottobre 2009, il quale dichiarò che i conti pubblici erano stati occultati e falsificati per anni. Da tale momento i timori che lo Stato non avesse le capacità per rispettare gli obblighi di debito si divulgarono anche fra gli investitori e, infatti, le agenzie di rating dequalificarono i titoli del debito pubblico greco al livello «junk»<sup>53</sup>, aumentando lo spread.

Nei primi mesi del 2010, il governo decise di attuare un piano di pesantissime misure di austerità e chiese a Ue, Bce e il Fondo Monetario Internazionale (Fmi) di intervenire con un prestito di salvataggio e applicò, dal 18 Gennaio 2012, un coefficiente dell'1% (precedentemente del 2%) sulle passività a più breve termine (generalmente inferiori ai 2 anni) per le quali era maggiore il rischio di liquidità.

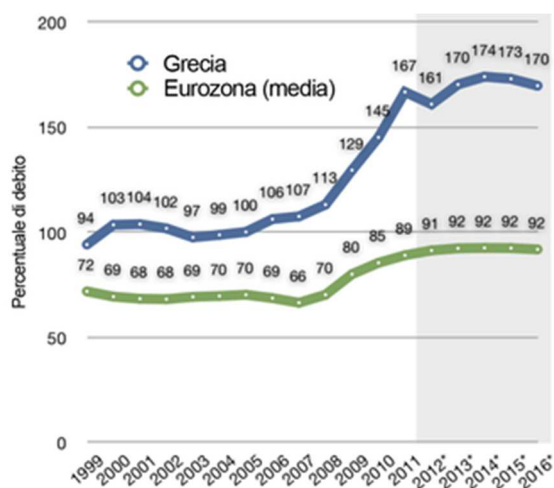
Nel grafico sottostante è mostrato, in percentuale, il debito della Grecia a confronto con la media fra gli Stati membri dell'Ue.

---

<sup>52</sup> È un famoso sociologo e politico greco. L'annuncio fu fatto poco dopo la sua vincita alle elezioni

<sup>53</sup> Letteralmente “spazzatura”

Figura 4 Il grafico rappresenta l'andamento, in percentuale del debito greco a confronto con la media degli Stati membri dell'Ue dal 1999 al 2016



Fonte: Eurostat

È evidente come il debito fosse nettamente superiore alla percentuale Europea, ma quest'ultimo è il risultato di una stima della media di tutti i Paesi, in cui confluiscono alcuni con un debito bassissimo e altri, come l'Italia, la Spagna e la Grecia, il cui valore è molto più alto.

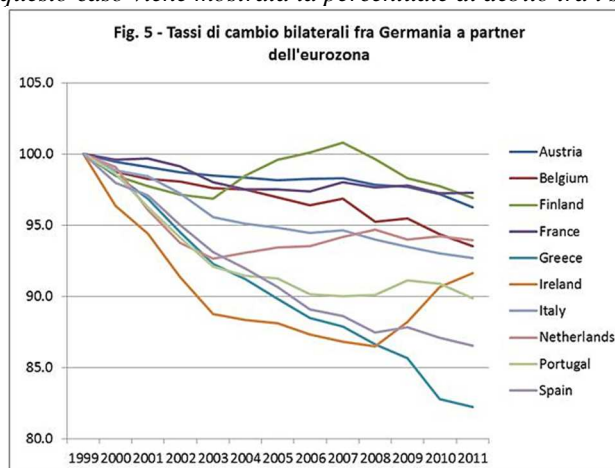
Di seguito riporto in figura 8, un grafico, che ha il compito di far capire come, in realtà, la Grecia, nonostante i suoi 350 miliardi di euro di debiti, non fosse il più alto. La causa del turbamento è stata l'omissione e la falsificazione dei bilanci, che hanno portato gli investitori a non credere nella restituzione del debito, potandolo sull'orlo del fallimento e alla possibile Grexit.<sup>54</sup> Se fosse uscita dall'UE si sarebbe

<sup>54</sup> Il referendum del 2015, avvenuto poco dopo l'elezione del ministro Tsipras, fu vinto con il 62% che ha votato di non uscire dall'UE, dimostrando che i greci sono intenzionati a rimanere nell'UE.



creata un'instabilità generale, che avrebbe contagiato non solo la Regione, ma il resto del mondo.

Figura 5: Anche in questo caso viene mostrata la percentuale di debito tra i singoli stati



Fonte: Eurostat

Da allora il Paese non è più stato in grado di combattere i creditori europei che voglio più austerità in cambio di un piano di salvataggio.

Con il pacchetto di austerità<sup>55</sup>, nato per assicurare le agenzie e i mercati, le è stato imposto di diminuire il suo deficit del 3% del PIL, ma ciò non ha impedito il default, l'ulteriore rallentamento dell'economia, la diminuzione delle entrate necessarie per ripagare il debito e l'aumento della disoccupazione salita al 25%. Dal 2010, l'Ue e FMI hanno fornito 240 milioni di euro in fondi di emergenza in cambio di ulteriori

---

Molti esperti avevano teorizzato che i problemi della Grecia avrebbero contagiato il resto del mondo. Se fosse uscita dall'UE, si sarebbe potuto verificare uno shock finanziario globale maggiore del crollo di Lehman Brothers.

<sup>55</sup> In tutto il paese si verificano proteste e scioperi, con episodi violenti contro le riforme di austerità.

misure di austerità, denaro utile per pagare gli interessi sul proprio debito esistente e mantenere le banche capitalizzate.

La situazione non è migliorata nemmeno nel 2011, quando l'European Financial Stability Facility (EFSF)<sup>56</sup>, ha erogato altri 190 miliardi di euro al piano di salvataggio e Troika<sup>57</sup> ha stanziato 240 milioni di euro in due tranche, vincendo contro la resistenza della Germania, che non voleva concedere aiuti alla Grecia.

Il piano di salvataggio non è stato esente da effetti sfavorevoli: infatti è stato imposto alle istituzioni creditrici condizioni di austerità, drastici tagli e un aumento delle tasse, su una popolazione già impoverita dalla crisi. La Grecia fu costretta, per poter sbloccare la nuova tranche di fondi di salvataggio, a rivedere la conformazione della sua economia<sup>58</sup> e le norme per evitare il più possibile

---

<sup>56</sup> È uno strumento di prestito finanziato dai paesi dell'UE, chiamato anche progetto salva-stati

<sup>57</sup> È un organismo composto da FMI, la Banca centrale europea e la Commissione europea

<sup>58</sup> Con la Grecia sull'orlo della bancarotta, fu raggiunto un accordo con l'Europa per allargare il piano di salvataggio, concedendo altri 7 miliardi di euro di fondi a patto che il primo ministro Tsipras apportasse le modifiche strutturali necessarie, come: riformare il sistema pensionistico, ridurre i fondi di previdenza sociale, privatizzare il sistema di trasmissione di energia elettrica, riformare il sistema fiscale e raddoppiare le tasse sull'agricoltura, creare un nuovo fondo di privatizzazione per la gestione €50 miliardi di asset. Purtroppo, non sono state disposte subito e i creditori europei l'hanno accusato di non rispettare quanto stabilito.

l'evasione fiscale, per diventare uno Stato un po' più attraente per gli investimenti esteri.

L'anno successivo il rapporto debito-Pil greco è salito al 175%, una lieve crescita nell'economia 0,7% sul Pil<sup>59</sup>, ma gli obbligazionisti diminuirono gli investimenti verso la Grecia, provocando una svalutazione del 75% sui 77 miliardi di dollari del valore del debito<sup>60</sup>; ha subito, inoltre, una diminuzione della crescita di oltre un quarto in cinque anni e un aumento della disoccupazione del 25%. I timori non sono diminuiti e gli aiuti non sono serviti a far trovare un equilibrio alle finanze greche, ma continueranno a servire per sostenere la sua economia, a causa dell'ingente debito pubblico da ripagare.

Nel 2015, le quattro banche più importanti della Grecia, che erano a rischio default hanno richiesto 14,4 miliardi di euro alla BCE per poter ricoprire i crediti in sofferenza e restituire alle banche tutte le funzionalità. Nello stesso anno le votazioni furono vinte da Syriza e divenne primo ministro Tsipiras A., che si erano assunti il compito di continuare a premere per la riduzione del debito nei negoziati con l'UE e ricapitalizzare le banche. Per evitare una crisi di liquidità, le banche

---

<sup>59</sup> La situazione per il popolo resta drammatica: le condizioni di vita della popolazione sono pesantissime. Tre milioni e mezzo gli occupati, tre milioni la somma tra disoccupati e popolazione inattiva. Alle cure mediche provvedono gli ambulatori popolari, visto che i fondi per gli ospedali pubblici sono stati dimezzati in quattro anni.

<sup>60</sup> Il limite imposto dall'UE è di 60% (è quasi tre volte oltre)

furono chiuse, i trasferimenti di capitale all'estero vietati e furono imposti grossi limiti ai prelievi.

Nel frattempo, fu avviato anche il terzo piano di aiuti, con un'iniezione di altri 86 miliardi di euro, per un totale di 326 miliardi, diventando la più grande operazione di salvataggio effettuata.

Il meccanismo europeo di stabilità dell'UE (ESM) ha erogato, nel 2016, 7.5 miliardi di euro alla Grecia, per pagare gli interessi sul proprio debito. Le richieste di Troika sono state attuate, apportando circa 110 riforme in 10 anni che hanno modificato il sistema pensionistico, le imposte sul reddito, privatizzato alcune aziende e ceduto crediti in sofferenza. Soltanto nel 2017 Atene torna sui mercati finanziari, con 3 miliardi di bond a scadenza quinquennale.

Lo stato di salute dell'economia reale è ancora, però, precario: se dal punto di vista economico la crisi sembra essere passata, la popolazione ancora non può beneficiare di alcun miglioramento, dove si registra ancora un alto tasso di disoccupazione<sup>61</sup>, continuano le numerose emigrazioni verso l'estero, soprattutto in Germania, il Pil si è ridotto di oltre un terzo, gli stipendi sono diminuiti, circa 27

---

<sup>61</sup> secondo l'Ocse, alla fine del 2017 era pari al 21 per cento, stessa percentuale di due anni prima.

mila case sono finite all'asta, molti negozi sono stati chiusi e negli ospedali mancano le risorse primarie, sia dipendenti che farmaci.

Nel 2018 avviene l'ultimo negoziato con UE che decide di promuovere la Grecia e il governo che è riuscito ad approvare tutte le riforme richieste, che hanno permesso di ottenere 15 miliardi di euro e garantire così l'autosufficienza fino al 2020. Contro la volontà della Germania, Troika alleggerisce il debito greco (che al momento è pari al 180% del Pil), permettendole di rimborsarlo a partire dal 2032 e non più dal 2022.

La Grecia, sempre sotto la tutela dei controlli regolari dei creditori e dell'UE, organismo indispensabile per la sua ripresa, dal 2018, la sua economia è ripartita e il commissario agli Affari dell'economia e della finanza, Pierre Moscovici, ha decretato la fine della sua crisi, anche se continua quella nell'economia reale.

### **L'intervento della Bce**

In una tale situazione così "ansimante e asfittica" in tutta l'area, la Bce è intervenuta per cercare di "dare ossigeno", attraverso la stampa di più moneta per poter pagare i titoli di credito statali sottoscritti da banche operative. In soli due anni e mezzo, sono stati comprati titoli per un valore pari a circa 2300 miliardi di euro.<sup>62</sup> La

---

<sup>62</sup> Dato riferito al 2018. La cifra negli ultimi sei mesi è aumentata

quantità di moneta inserita nel sistema che è passata da 900.000 nel 2009 a 4.400.000 nel 2018.

L'idea che Draghi persegue è di aumentare la base monetaria per far aumentare l'offerta di moneta secondo la formula

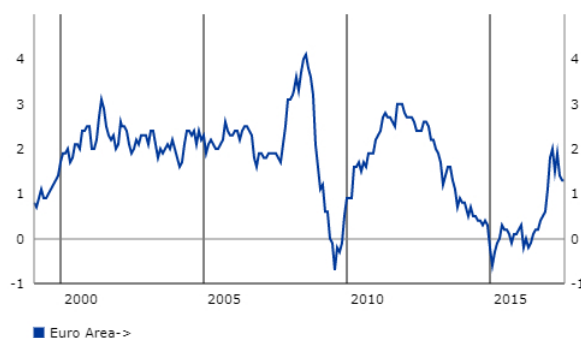
$$BM \cdot m = M^S$$

Con il Qe, la Bce acquista sul mercato secondario titoli di Stato e altre tipologie di obbligazioni per rifornire il sistema di base monetaria. La quantità di moneta, immessa nel sistema, è notevolmente aumentata rispetto al periodo precrisi (nel grafico si evidenzia che la funzione assume un andamento crescente a seguito delle politiche espansionistiche, volte a risollevare l'economia).

Il 19 maggio del 2017, il presidente della BCE, Mario Draghi, ha affermato che la crisi in Europa è passata e la ripresa economica è più solida che mai, sia fra i Paesi che fra i diversi settori.

Lo prova il fatto che si è registrato un calo del livello di disoccupazione dell'intera zona, dal 12% del 2013 al 9.1%; il tasso di inflazione riporta andamenti positivi, anche se non vicini ai livelli precrisi, pari all' 1.3% a luglio, dopo aver sfiorato il 2% a febbraio.

Figura 6: Nel grafico mostra l'andamento dei tassi di interessi dal 1999 al 2017. A Febbraio 2015 sono scesi fino al -0,6%.



Fonte: Statistical Data Warehouse

Gli eventi positivi registratisi all'inizio del 2017, hanno permesso una diminuzione dell'acquisto di titoli di 20 miliardi, passando dagli 80 miliardi spesi dall'inizio del Qe finora, ai 60 previsti dopo il rimodellamento del QE effettuato ad Aprile 2019

Figura 7: L'istogramma analizza la crescita economica da Gennaio 2014 a Ottobre.



Fonte: Eurostat 2015.

Nel 2016, vengono concesse nuove misure tramite il «Qe2» che parte con 60 miliardi di euro al mese. Le aspettative del mercato erano maggiori e per questo si verifica una riduzione della remunerazione sulla *deposit facility* almeno a -0,3%. Il tasso sui depositi condiziona i rendimenti a breve, più degli aggiustamenti sui riacquisti, di conseguenza incide anche sugli Euribor, sull'andamento dei titoli di

Stato anche a scadenza medio/lunga (compreso lo spread fra BTp e Bond) e sulle quotazioni dell'euro. Tutti elementi indispensabili per la ripresa economica e per l'inflazione nell'area euro. Non si sono verificati cambiamenti immediati sui listini, anche perché in parte l'aggiustamento c'è già stato, come il mercato si aspettava sulla base dell'esperienza della Svizzera. Qui, infatti, a gennaio 2016, il tasso di riferimento è stato abbassato da -0,25% a -0,75%, e l'impatto è stato evidente subito, i titoli a 10 anni si sono mantenuti costanti (solo successivamente sono scesi sotto lo zero), quelli a 30 sono aumentati, mentre il rendimento a 2 anni dei titoli svizzeri era sceso di 60 centesimi. È necessario mostrarsi prudente a causa della volatilità di tutti i titoli europei.<sup>63</sup>

Molti economisti, guidati dalla Germania, da sempre contrari alla politica espansiva della BCE, hanno richiesto che la sospensione avvenisse già da Giugno 2017, mentre altri, tra cui l'Italia, che è uno dei principali beneficiari della manovra espansiva, hanno proposto un passaggio più graduale per la fine, sperando che giunga più tardi possibile e dia tempo al Paese di risollevarsi.

Il tapering, termine con il quale si indica il rallentamento, è stato annunciato da Draghi già dal Dicembre del 2016 che prevede una dismissione del QE tra la fine

---

<sup>63</sup> I titoli tedeschi sono anche sensibili all'andamento dei Treasury Usa (i cui tassi erano in aumento con l'avvicinarsi delle mosse restrittive della Fed), ai movimenti della Banca centrale cinese (che da alcuni mesi era diventata venditrice netta) e anche alle prospettive di ripresa dell'economia europea.



dell'anno e l'inizio del 2018, solo nel caso in cui l'inflazione avrebbe raggiunto le soglie vicinissime al 2%.

A distanza di soli tre mesi dall'annuncio positivo di Draghi, il 17 agosto 2017, l'ISTAT ha rivelato che l'inflazione nella zona euro è rimasta allo stesso valore registrato nel mese precedente, ovvero all'1,3%, valore buono per l'uscita dalla crisi, ma non perfetto per l'Europa, che ha come obiettivo primario quello di tenere l'inflazione a un valore vicinissimo, ma inferiore al 2%.

Con questi risultati positivi della manovra è giunto il momento di parlare di come comportarsi nei prossimi mesi e di capire la politica da adottare affinché gli esiti positivi non vengano vanificati.

Secondo Benoît Cœuré, consigliere esecutivo della Bce, è necessario che gli effetti di politica monetaria espansiva raggiungano tutti i Paesi. La manovra espansiva produrrà effetti sulle politiche future e darà frutti positivi se, come già si è verificato, l'inflazione sale di quei pochi punti necessari e si consolida al livello ottimale.

L'uscita dovrà avvenire in modo giusto e la Bce deve prestare molta attenzione: la diminuzione non potrà essere né troppo immediata e netta, con il rischio di non apportare effetti positivi a lungo termine; né troppo lenta, rischiando di correggere e modificare gli andamenti di mercato.

La comunicazione avrà un ruolo principale: infatti, se questa non dovesse aderire perfettamente alla realtà economica, potrebbe scatenarsi un'ulteriore crisi, che vede come principali vittime l'Italia e la Grecia, ma la caduta di uno solo degli Stati

dell'eurozona potrebbe provocare una crisi a "domino" in tutta l'aera e un arresto dell'economia.

Per tale ragione, la Bce sta comunicando da anni la possibile chiusura del Qe, per avvisare il mercato della diminuzione di liquidità.

Il presidente della Bundesbank Jens Weidmann<sup>64</sup>, da sempre contrario alla scelta del QE, ha rivalutato la decisione di acquistare titoli del debito pubblico degli Stati più fragili, tra cui l'Italia, attuato dalla Bce. La paura di Weidmann era basata sull'eventualità che la politica monetaria sarebbe potuta finire nel vortice della politica fiscale, offrendo la possibilità agli Stati di spendere troppo, perché garantiti dal programma della BCE, che, invece, deve agire con fermezza per scongiurare lo scenario peggiore. La Corte di giustizia europea ha ripetutamente esaminato il QE e ha determinato la sua legalità, essendo a pieno titolo dell'attuale politica monetaria. Nel frattempo, Draghi continua a ribadire la sua volontà di voler continuare a dare stimoli all'economia fino a quando sarà necessario. Senza il QE, alcune analisi hanno dimostrato che, tra il 2008-2009, si sarebbe potuta verificare una spirale deflattiva, con una perdita di PIL pari a 10 punti percentuali e un aumento della disoccupazione che avrebbe raggiunto il 10,6%. Il crollo del PIL

---

<sup>64</sup> Vorrebbe ereditare il posto di Draghi, il cui mandato scadrà il 31 Ottobre 2019. Non è stato favorevole con la politica di Draghi quando, nel 2012, aveva annunciato di voler sostenere le economie di quelle Nazioni deboli per tutto il tempo che sarebbe stato necessario.

avrebbe potuto raggiungere il 20% e l'inflazione sarebbe potuta rimanere per molto più tempo negativa.

Altri ritengono che gli acquisti di titoli pubblici avrebbero aumentato il PIL in maniera irrisoria, l'inflazione sarebbe cresciuta dello 0,2%, per tornare ai livelli precedenti dopo due anni e mezzo, la disoccupazione sarebbe diminuita dello 0,04% e i salari sarebbero aumentati dello 0,3%. Nel lungo periodo gli effetti sarebbero praticamente nulli.

### **Verso la fine del QE**

Il QE, iniziato nel 2015 e appena terminato, è stato necessario per evitare una nuova crisi dell'eurozona e ha creato 2600 miliardi di euro, somma pari al 20% del Pil dell'eurozona, necessaria per sostenere le maggiori banche dell'euro. La Bce è riuscita a salvare le banche tedesche e francesi dai titoli tossici, quelle italiane e spagnole dai crediti insoluti e a salvare gli Stati in difficoltà di bilancio. Gli obiettivi che si era imposta la Bce non sono stati raggiunti; infatti, l'inflazione è inferiore al 2%, ma l'eurozona è ancora in crisi, come fornito dagli indicatori. Per questo, il governatore garantisce che la politica monetaria rimarrà accomodante per continuare a rinforzare la dinamica dei prezzi e intende reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza, acquistati durante il programma, anche dopo la fine degli acquisti netti di attività e la data del primo aumento dei tassi, ovvero finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio

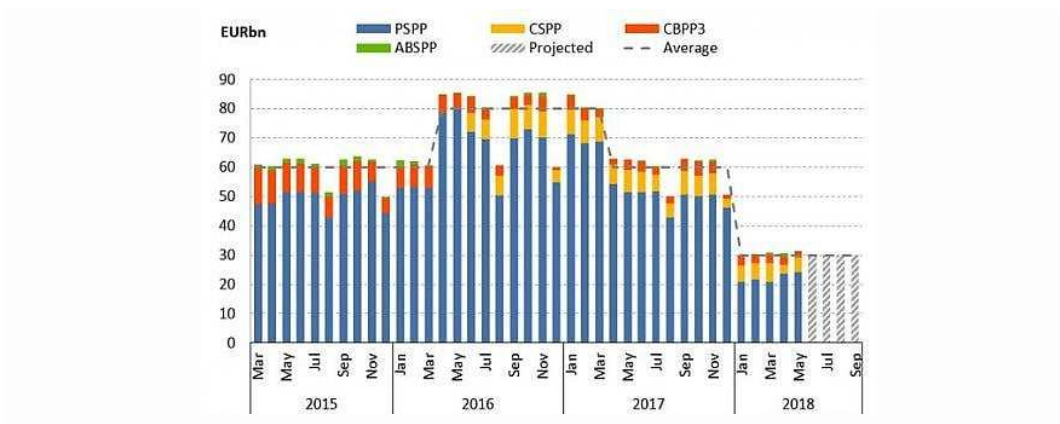
grado di accomodamento monetario. Anche se si intravede il ritorno alla normalità della politica monetaria, gli agenti si aspettano che i reinvestimenti continueranno fino a tutto il 2020. Gli altri acquisti di bond in scadenza continueranno, tenendo presente che il portafoglio della Bce dovrà essere gradualmente riaggiustato per riallinearlo alla quota di ciascun Paese della zona e allo stesso tempo salvaguardare le ordinarie condizioni di mercato.

Il programma ha inserito titoli in misura analoga al "peso" dei Paesi nel capitale della Bce e quelli in scadenza verranno reinvestiti per un uguale importo.

Dall'istogramma si può analizzare la quantità di titoli di diversa natura acquistati dalla Bce, contribuendo a ridurre i rendimenti dei titoli di Stato sul mercato secondario emessi direttamente dalle banche centrali degli Stati, che possono così chiedere denaro in prestito, offrendo tassi di interesse più bassi e quindi riducendo sensibilmente la propria spesa per interessi.

L'azione di "supercompratore" è ben visibile dalla figura 8, che riporta che gli acquisti effettuati nel 2016 sono stati circa il 45% del totale dei titoli presenti sul mercato, mentre nel 2017 è il 40%.

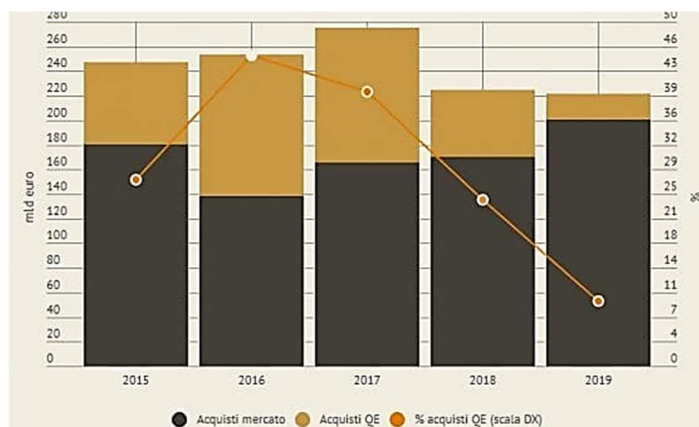
Figura 8: L'andamento degli acquisti di titoli da parte della Bce



Fonte ECB

In Figura 9, invece, si può notare come la quantità di acquisti di QE sia stata molto importante nel 2016 e nel 2017, mentre nel 2019 è nettamente diminuita

Figura 9: Andamento degli acquisti sul mercato da parte di Bce. Nel 2016 e 2017 gli acquisti sono stati numerosi e poi sono diminuiti nel 2018 e 2019.



Fonte: Ufficio Parlamentare di Bilancio

L'Italia è stata certamente beneficiata, infatti nel 2014, prima dell'inizio del programma, spendeva il 4,7% del proprio Pil per pagare gli interessi sul proprio debito, circa 75 miliardi l'anno. Attraverso la Banca d'Italia, la Bce ha acquistato

Titoli di Stato del Paese per 363 miliardi di euro<sup>65</sup> e assorbito il doppio delle emissioni nette di nuovo debito pubblico, imputandoli al bilancio della Banca d'Italia. L'esito positivo è la diminuzione dello spread, quindi, il costo del debito pubblico nazionale si è ridotto e l'Italia ha così accantonato circa 15 -20 miliardi all'anno, risparmi che serviranno per erogare beni e servizi e per contenere le nuove emissioni, ossia per tenere sotto controllo il deficit. Il debito pubblico, invece, non è diminuito, nonostante l'avanzo primario di bilancio.<sup>66</sup> La crescita dei prezzi al consumo non si è verificata e il deflatore dei consumi privati è stato dell'1,1% nel 2015, ma si spera che nei prossimi anni si avranno degli aumenti almeno di pochi punti percentuali e permettere all'Italia di uscire dalla condizione di deflazione strutturale, derivata dalla carente domanda domestica e dal modello economico mercantilista basato sull'export e sui bassi salari. Situazione che si è verificata perché le banche non sono riuscite ad aumentare il credito a favore dell'economia reale, anzi da alcuni dati sembra essere anche diminuito dopo il QE;<sup>67</sup> infatti a Marzo 2015 (prima dell'avvio del QE) si stima che fossero concessi 1420 miliardi

---

<sup>65</sup> Il doppio del deficit dello Stato, nel 2015-2018, che ammontava a soli 152 miliardi di euro

<sup>66</sup> Lo Stato incassa più di quanto spende, creando surplus alle banche per pagare gli interessi crescenti sul debito.

<sup>67</sup> In Italia manca del supporto della politica interna, per trarre vantaggio dal QE, far ripartire l'economia e aumentare l'occupazione e assorbire il debito pubblico. Il governo dovrà emettere i Titoli di sconti fiscali, dei titoli/moneta complementari all'euro.

di prestiti e le banche detenevano 387 titoli registrati, mentre nel dicembre 2018, hanno concesso 1.329 miliardi di prestiti, registrato un saldo negativo di 91 miliardi e detenevano 395 miliardi i titoli. I dati confermano che il sistema bancario italiano non ha venduto i titoli di stato per ottenere nuova liquidità, ma è stato preferito mantenere in portafoglio titoli pubblici per ricavare interessi e non consumare capitale di vigilanza, impedendo all'economia reale di ricevere prestiti e, di conseguenza, trarre effetti dal QE, come l'aumento del livello dei prezzi al consumo.

Da Gennaio 2019 a oggi (Giugno 2019), il livello dei tassi di interesse principale è rimasto fermo allo 0%, mentre quello sui prestiti marginali allo 0,25% e quello sui depositi a -0,40%.

Secondo gli economisti di Intesa Sanpaolo, la Bce deve cambiare la politica monetaria attuale nell'intera area, concludendo gli acquisti dei titoli di Stato con il QE, ad esclusione dei riacquisti dei titoli in scadenza, che, invece, proseguiranno. Il rialzo dei tassi d'interesse sarà progressivo e non avverrà prima della fine dell'estate 2019.

Mario Draghi ribadisce l'importanza di fornire uno stimolo monetario per accompagnare il recupero dell'inflazione verso l'obiettivo vicino al 2%, che il Trattato di Maastricht impone alla Bce, continuando i reinvestimenti anche dopo la crescita dei tassi. È, infatti, necessario rimodulare il portafoglio in accordo con le

quote capitali (da poco ridefinite) e si stima che sono circa 200 miliardi le scadenze previste tra il 2019 e il 2020, di cui 140 riguardano titoli governativi e di agenzie pubbliche.

### **Il Qe in eurozona: trionfo o fallimento?**

Ad oggi, la manovra di politica economica espansiva che ha previsto l'uso di uno strumento non convenzionale, che benefici ha apportato? Draghi ha raggiunto il suo scopo? L'economia dell'euro zona è tornata ad essere positiva?

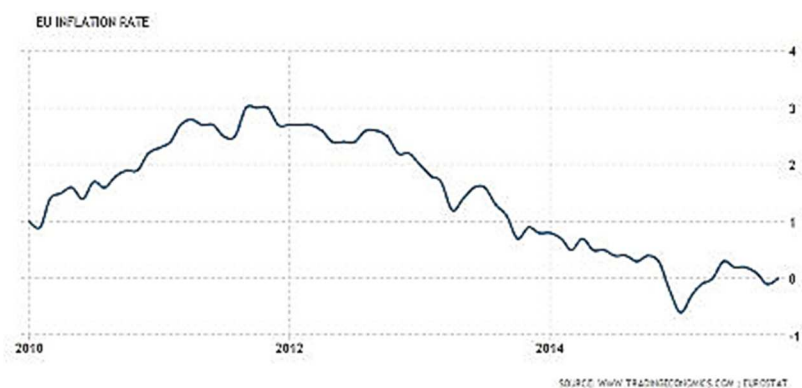
Le risposte che possono essere date, oggi, ma sono diverse dalle quelle che alcuni studiosi hanno fornito nel corso degli anni.

Thomas Fazi, coautore del libro "La Battaglia contro l'Europa", a soli dopo 8 mesi dall'uso del QE, esprime il suo disappunto. L'eurozona, appariva ancora più debole del periodo anteriore all'avvio del programma dei QE. A prova della sua opinione ha riportato, in un articolo del 19 Novembre del 2015 su "BCE, il colossale fallimento del quantitative easing", alcuni valori:

- 5) ad ottobre 2015 l'inflazione era tornata negativa -0,1%, lo stesso livello registrato a marzo dello stesso anno, quando la BCE ha avviato il suo programma di acquisto titoli per risollevare il tasso di inflazione. Valore notevolmente inferiore rispetto all'obiettivo prefissato dalla Bce. Inoltre, essendo il valore al di sotto del 1,5% possiamo parlare di deflazione. L'Europa si è trovata in fase di deflazione dal 2013.



Figura 10: Nel grafico si può osservare l'andamento dell'inflazione nell'eurozona



Fonte: ECB

- 6) il tasso di crescita del PIL dell'area euro, inizia nuovamente a contrarsi verso la fine del 2015, nonostante la lieve ripresa del 2014.

Figura 11: Andamento dell'inflazione nell'eurozona da dicembre 2014 a ottobre 2015



Fonte: Eurostat

Contemporaneamente, Mario Draghi e i leader nazionali lo ritenevano già un successo. Hanno riposto la loro fiducia nei Qe perché credevano nella capacità delle politiche monetarie per stimolare la ripresa economica attraverso l'aumento dell'accesso al credito, per migliorare lo stato patrimoniale delle banche, per

dell'abbassare i tassi di interesse e per permettere la svalutazione del tasso di cambio, al fine di agevolare le esportazioni.

Non è possibile dare un giudizio esclusivamente positiva o negativa qualsiasi operazione di politica monetaria dopo soli otto mesi. Sono manovre complicate che richiedono la massima cura per attuarle e un periodo di tempo lungo per mostrare i risultati.

Nel suo articolo Fazio dà delle giustificazioni sul perché il <<Qe all'europea si è rivelato un fallimento>>. Il primo fattore è che la BCE si è rifiutata di servirsi del principale beneficio del Qe, ovvero dell'abbassamento dei tassi d'interesse sui titoli di Stato, e preferisce realizzare politiche fiscali espansive, come hanno fatto gli Stati Uniti in seguito alla crisi finanziaria.

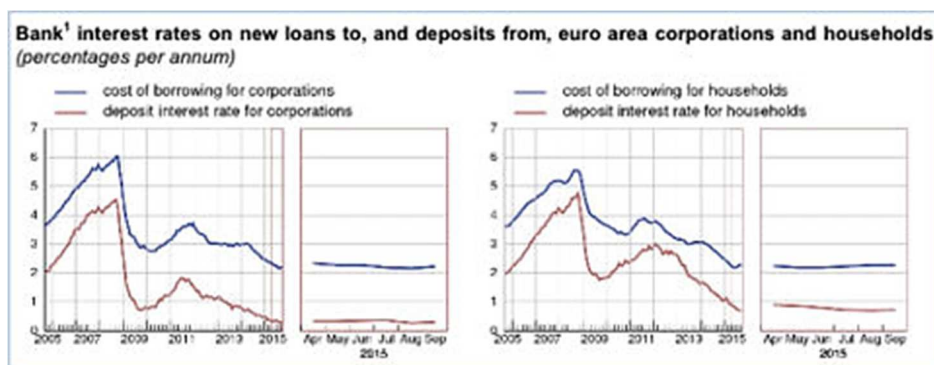
Dal report della BCE pubblicato il 27 Luglio 2015 emerse che:

- Il tasso di crescita annuale dell'ampio aggregato monetario M3 si era aggiustato al 5,0% a giugno 2015, rimanendo stabile dal periodo precedente. La crescita è dovuta al credito verso il settore pubblico.
- Il debito pubblico è cresciuto sia in termini assoluti che in relazione al PIL

Probabilmente, la condizione che si è vissuta in questi anni ha dato conferma alla teoria post-keynesiana, secondo la quale le banche non sono intermediarie tra i risparmiatori e i mutuatari, perché non vogliono prestare i depositi dei risparmiatori e non riescono a sfruttare le riserve fornite dalla banca centrale. È emerso, a conferma della teoria, che sono i prestiti a creare la moneta. Le banche, prima di

effettuare un prestito, calcolano i propri potenziali profitti e la capacità di rimborso del mutuatario. In un contesto in cui la domanda e la crescita ristagnano e le prospettive di guadagno nell'economia reale sono minime, le banche risultano essere timorose a investire e a concedere prestiti, a prescindere dagli aiuti delle banche centrali, e le famiglie e le imprese sono poco inclini a indebitarsi, nonostante i tassi di interesse poco maggiori del 2%, il tasso di inflazione prossimo allo zero (e in alcuni periodi anche negativo) e nonostante il tasso d'interesse del denaro prestato alle banche stesse dalla BCE sia ai minimi storici (0,05 per cento, praticamente zero).

*Figura 12: Nel grafico a destra è rappresentato, nella linea blu, il tasso d'interesse sui prestiti alle famiglie e il riquadro a sinistra rappresenta il tasso di interesse per le imprese. Si vuole evidenziare la diminuzione di prestiti dal 2009 al 2015, con un picco di ripresa nel 2010*



*Fonte: EBC*

La causa della minor concessione dei prestiti è dovuta alla crescente sofferenza che le banche stanno patendo, a causa dell'incertezza della riscossione dei crediti. stato praticamente nullo.

Nel 2014, si stima che le banche fossero in possesso di circa 1,2 trilioni di euro di crediti insoluti, un elemento molto preoccupante per l'intera stabilità dell'area, dato che un elevato numero di crediti rende difficile la crescita del Pil e provoca l'aumento della disoccupazione. Le misure di austerità sono andate contro la popolazione, che ha subito la diminuzione delle entrate a fronte di una più ampia uscita monetaria, impedendo loro di ripagare i debiti alle banche che, di conseguenza, hanno visto peggiorare i loro bilanci.

Il credito bancario, anche se in lieve ripresa, è ancora inferiore al livello minimo e a differenza del livello precrisi. La Commerzbank<sup>68</sup>, ha rivelato che il QE non ha fatto aumentare il credito verso le famiglie e le imprese, dato che le banche non hanno effettuato prestiti, nonostante l'aumento della liquidità; di conseguenza l'impatto del QE nell'economia reale è stato inesistente.

Attraverso le misure di politica<sup>69</sup> sostenute da Mario Draghi, sono stati risparmiati solo nel 2015 circa 28 miliardi di euro sotto forma di minori tassi d'interesse e, lo stesso si impegna a reinvestire questi risparmi<sup>70</sup> creando nuove opportunità d'investimento.

---

<sup>68</sup> È la seconda più grande banca della Germania, con sede a Francoforte sul Meno, fondata nel 1870 ad Amburgo.

<sup>69</sup> Tom Fairless, Todd Buell, Draghi Urges Eurozone Governments to Help ECB Boost Economy "Wall Street Journal", 26 settembre 2016.

<sup>70</sup> I risparmiatori traggono beneficio dagli alti tassi di interessi

In questo modo ha giustificato le sue azioni espansive e risposto alle diverse obiezioni, in particolare quella di Gunther Krichbaum, attuale capo della Commissione Affari Europei del Parlamento tedesco, secondo il quale il quantitative easing danneggerebbe le banche tedesche e vantaggerebbe solo i paesi inaffidabili come Cipro, Grecia, Portogallo e Italia.

Gli scettici continuano a sostenere che, nonostante il Quantitative Easing, a causa dei bassi tassi europei, le banche europee continueranno a preferiranno non concedere prestiti, ma allo stesso tempo i tassi di interesse a lungo termine inferiori al tasso di crescita, ha consentito di ridurre i debiti di imprese e famiglie senza frenare investimenti e consumi.

Le politiche di QE, in una situazione abbastanza destabilizzata, hanno rappresentato certamente un aiuto, ma forse sono arrivate troppo tardi e hanno comunque provocato dissesto nell'economia reale. Il "report on financial structures" della Bce individuava, a fine 2008, 6.774 istituti di credito, alla fine del 2003, 6.054 e nel 2014 solo 5.614<sup>71</sup>.

Un sistema finanziario che tanto complesso e grande quanto fragile, a forte rischio fallimento e debole da non essere in grado di sostenere l'economia reale.

---

<sup>71</sup> più di 1.000 gli istituti che sono scomparsi dall'inizio della crisi.

Un possibile nuovo round di allentamento monetario da parte della BCE potrebbe far aumentare ulteriormente svalutazione del tasso di cambio, perché una politica di QE non è sostenibile nel medio-lungo periodo ed è noto che prima o poi cesserà, con il rischio che, se non verranno fornite le dovute cautele, potrebbe verificarsi un deficit maggiore.

Secondo Fazi, “l’Eurozona non ha bisogno di un’ulteriore dose di quantitative easing, ma necessita di un’espansione fiscale che immetta denaro direttamente nell’economia e rilanci la domanda, bypassando un settore finanziario sempre più a pezzi”, una soluzione non semplice dato che la politica fiscale è gestita dai singoli stati.

## **Parte Quarta**

### Confronto delle Banche Centrali che hanno adottato il Qe

In questo capitolo conclusivo, vorrei effettuare un confronto sintetico tra le scelte effettuate dalle principali Banche Centrali, Fed e Bce, in occasione delle recenti crisi.

Una differenza tra le due BC riguarda la diversa reazione in seguito alla variazione nell'output che, di conseguenza, crea divergenze anche sulle modalità e tempi operativi nei periodi di crisi. Inoltre, la Fed ha scelto di adoperare la politica monetaria solo in caso di emergenza, può sempre contare sulla politica fiscale emessa dal governo e sulla funzione di "lender of last resort"<sup>72</sup>, di cui, invece la Bce non dispone. Per contrastare la crisi finanziaria, è stata costretta a ricorrere a misure di tipo non convenzionali, non solo per la gravità della condizione, ma anche perché aveva reso inutili gli altri strumenti tradizionali in suo possesso, dal momento che il tasso sui fed funds era stato portato al suo limite inferiore. anche se.

Inoltre, il meccanismo di governance americana, favorisce il centro, al contrario di ciò che accade in Europa, dove non esiste uno "Stato centrale" e la sovranità appartiene ai Paesi membri.

Nel caso, invece, di uno shock inflazionistico, entrambe cercano, invece, di dare una risposta simile, in concomitanza con i propri obiettivi istituzionali: la Fed nel perseguire la crescita economica, mentre la Bce nel tenere l'inflazione ad un livello

---

<sup>72</sup> Prestatore di ultima istanza

inferiore al 2%. Dato che l'uso del QE potrebbe provocare l'amento smisurato dell'inflazione, in Ue è necessario prestare attenzione alle quantità emesse nell'economia reale per evitare di andare contro i suoi stessi interessi (accortezza che viene seguita in modo meno rigido anche dalla Fed).

In realtà, entrambe le Regioni, si trovavano in una situazione di deflazione, che non è diminuita nemmeno dopo l'uso del QE.

Secondo Bernanke, la ripresa, però, dopo l'uso del QE era evidente in Usa, e sulle orme di quest'ultima, anche in Inghilterra; mentre in Europa, servivano incentivi all'economia reale, attraverso la spesa pubblica diretta, per attivare il meccanismo di trasmissione e per avere una ripresa totale. Solo in seguito sono state applicate politiche necessarie per evitare che la liquidità "ristagnasse" all'interno della stessa. Entrambe hanno svolto un lavoro impeccabile nelle recenti crisi, ma ottenendo dei risultati sensibilmente differenti, anche con l'adozione dello stesso strumento non convenzionale, dovuti per lo più alla diversa struttura economica e politica.

Un esperimento molto simile a quello Europeo e statunitense, arriva dal Giappone, impiegato nell'uso del QE tra gli anni '90 e gli anni 2000, incrementando il suo programma di acquisto di titoli di 1,4 miliardi di dollari in due anni. La Boj sperava, in questo modo, di allontanare il Paese da una situazione decennale di deflazione cronica, con una politica monetaria espansiva volta ad aumentare l'inflazione e a mantenere la soglia del 2%. I benefici dell'economia sono stati rapidi ed è stato registrato un aumento dell'1,5% della spesa pubblica raggiungendo l'11,5% nel



deficit pubblico. Nel primo quadrimestre del 2013 il tasso di crescita annuale si è attestato attorno al 3,5%, mentre il mercato della borsa valori è cresciuto del 55% in brevissimo tempo. L'avanzo commerciale è aumentato di trecento miliardi di Yen, grazie all'aumento del 12% delle esportazioni. Nonostante ciò, dopo questo primo balzo, l'indice Nikkei<sup>73</sup>, ha sperimentato un'improvvisa perdita tra Maggio e Luglio 2013, rimanendo comunque in positivo rispetto alla quotazione raggiunta nel periodo di piena crisi. Le critiche alla politica aggressiva giapponese riguardano i salari reali che subiscono l'aumento dell'inflazione insieme ad un aumento meno che proporzionale dei salari nominali e una riduzione del potere d'acquisto dei giapponesi.

Sommando insieme i programmi attuati da Bce, Fed e Bank of Japan, la liquidità totale immessa nel sistema economico ammonta a circa 15 trilioni di dollari, quantità che dimostra l'impegno delle diverse Banche Centrali nei periodi di crisi, in cui sono state coinvolte.

Il QE ha rappresentato una soluzione efficace per contrastare la deflazione e uscire dal ristagno della crisi, ma è necessario che le banche collaborino con le politiche espansive delle rispettive BC, dato che loro sono i tramiti con l'economia reale, altrimenti si rischia di vanificare gli effetti.

---

<sup>73</sup> contiene i titoli delle 225 compagnie quotate al TSE (la borsa di Tokio)

## **RINGRAZIAMENTI**

In quest'istante in cui mi accingo a scrivere l'ultima parte della mia tesi, mi tornano alla mente diversi ricordi e vorrei, quindi, dedicare una pagina a chi mi è stato vicino per superare le mie battaglie, non solo professionali, ma anche quelle personali.

Ringrazio tutti i Professori della mia Facoltà, che mi hanno trasmesso le loro passioni, ed in particolar modo la Professoressa Giulia Bettin, relatrice di questo elaborato, che con grande disponibilità, mi ha permesso di concludere il mio percorso universitario, non privo di difficoltà.

Ringrazio la mia coinquilina Mariateresa, che mia ha aiutata sempre e, anche se ora non abitiamo più insieme, è un'amica sulla quale posso sempre contare.

Un "Grazie" è dedicato a mia madre, che mi ha sempre incoraggiata a continuare a studiare e mi ha sostenuto per non farmi arrendere, neanche quando io stessa non riuscivo più a credere in me. Ha sopportato ogni mia paura, tensione e ansia ed oggi sono giunta ad un primo traguardo, grazie anche alla sua forza. Mi auguro di non deluderla mai.

In particolar modo vorrei ringraziare mio zio Giuseppe, mia nonna Annunziata, che mi ha permesso di essere qui oggi, nonostante lei non potrà esserci, il nonno Andrea e lo zio Mario, i quali non ho mai conosciuto, ma, che attraverso il ricordo di tutti, vivono dentro il mio cuore e il pensiero per loro vivrà sempre con me.

Auguro a me stessa che questa conquista per me molto ambita e desiderata sia solo la prima di molte altre future.

## BIBLIOGRAFIA E SITOLOGIA

- Alessandrini P., *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, II ed., Il mulino, 2015;
- A.Banfi, M.Biansin, M.Oriani, G.Raggetti, *Economia degli Intermediari finanziari*, ISEDI, Milano 2014;
- Banca d'Italia, *Financial stability report*, n.1, Maggio 2014;
- Barucci, Emilio, Stefano Corsaro, Carlo Milani, *Il punto sulle politiche monetarie non convenzionali*;
- Battaglia A., *Northern Rock, a 10 anni dalla corsa agli sportelli azionisti "bussano" a May*, Wall Street Italia, 14 Settembre 2017
- Bianchi C., *La crisi in atto cause, conseguenze e risposte di politica economica*, , Università di Pavia, 2 Dicembre 2008.
- Brianza G., *Quantitative easing: sì, siamo tutti drogati (la Fed più che la Bce)*, Il fatto quotidiano, 10 Ottobre 2010.
- Bernanke B., *How the Fed saved the economy*, Wall Street, 4 Ottobre 2015.
- Buell T., Fairless T., *Draghi Urges Eurozone Governments to Help ECB Boost Economy*, Wall Street Journal, 26 Settembre 2016.
- Cellino M., "Il mercato studia già gli effetti del << Qe2>>", Il sole 24ore, 5 Novembre 2015.

Cerchi L., “Il Quantitative Easing della Banca Centrale Europea”, Luiss Guido Carli, 2015.

Corsaro S, “Un bilancio del Quantitative Easing della Fed”, finriskalert, 3 Giugno 2014.

Dalitala A., *La Fed fa dietrofront*, StartMagazine, 17 Febbraio 2019

ECB, *Strategy*, 2019.

ECB, *Structure of the euro area economy*, 2019.

ECB , *Monetary developments in the euro area*, ECB, Giugno 2015,

Eurostat, 2019.

Esposito M., *Il caveat dei tassi negativi attenti agli effetti collaterali*, La Repubblica, 7 Marzo 2016.

Fazio T. *Il colossale fallimento del QE*, Sinistra in rete, 19 Novembre 2015

Federal Reserve System, *Factors affecting reserve balance of depository institution and condition statement of FED*. Statistical release, Fed, Maggio 2014.

Federal Reserve System, *Fuction Conducting Monetary Policy*, Fed, 2014.

Federal Reserve System, *Statement regarding purchases of Treasury securities and agency mortgage-backed securities*, Fed, 2014.

Federal Reserve System, “The Federal Reserve performs five key functions in the public interest to promote the health of the U.S. economy and the stability of the U.S. financial system. Overview of the Federal Reserve System”, Fed; 2019

Federal Reserve System, *The FED's response to the financial crisis and action to foster maximum employment and price stability*, Fed, 2014.

Federal Reserve System, *Structure about Fed*, Fed, 2019

Federal Reserve System, *What are the Fed's large-scale asset purchases?*, FED, 2013.

Ferrari M., *Perché il Quantitative Easing della BCE e della Federal Reserve non hanno creato inflazione?*, Quora, 13 Settembre 2017.

Galiani A., *Draghi apre a un taglio dei tassi e suscita l'ira di Trump. Il Quantitative easing ha ancora notevoli margini, ha detto il presidente della Bce*, Agi, 18 Giugno 2019.

Grant M., *Quantitative Easing on Demand*, Seeking Alpha, 13 Febbraio 2019

Kenny Thomas, *An Explanation of Fed Tapering and Its Impact on the Markets Updated*, 25 Giugno 2018.

Leozappa A., *A quattro anni di distanza dall'introduzione del QE, quali sono stati i risultati raggiunti?*, Risparmiacelo, 20 Maggio 2019.

Luiss, *La banca centrale e la politica monetaria*, 2015.

Magnani A., *La Grecia e la crisi che non finisce più: cosa spinge i giovani a emigrare*, Il sole 24ore, 10 Febbraio 2019.

Nisticò S., *Perché il QE non ha prodotto inflazione*, Lavoce.info, 7 Maggio 2019.

Parietti R. *Ora la Fed è più vicina alla sforbiciata dei tassi. E Wall Street festeggia*, Il giornale, 5 Giugno 2019.

Provenzani F., *La crisi in Grecia spiegata: cause, sviluppi e conseguenze*, Money.it, 10 Febbraio 2017.

Ricci N. *Quantitative easing in Giappone. Come funziona*, Leonardo.itMoney, 30 Dicembre 2016

Rampini F., *La ricetta Usa che genera posti di lavoro*, Wall Street Italia, 2 Aprile 2012.

Redazione Finance Times, *Northern Rock- one year one*, Finance Times, 13 Settembre 2008.

Redazione Il foglio, *Trump vorrebbe un Draghi alla Fed. Super Mario ha dato motivo a Powell per abbassare i tassi d'interesse, non oggi*, Il Foglio, 19 Giugno 2019.

Redazione de Il sole 24 ore, *La Fed comincia a smantellare*, Il sole 24 ore, 21 Settembre 2017.

Redazione La Repubblica, *Draghi: "Senza miglioramenti saranno necessari nuovi stimoli". Trump lo attacca*, La Repubblica, 18 Giugno 2019.

Redazione La Repubblica, *Weidmann riabilita Draghi: <<Il quantitative easing è legittimo>>*, La Repubblica, 19 Giugno 2019.

Redazione Linkiesta, *Ecco come ha funzionato il quantitative easing della Bce*, Linkiesta 21 Maggio 2019.

Redazione di Scmp, *The Federal Reserve's quantitative easing report card is mixed – except for the rich*", Scmp, 31 Luglio 2018.

Redazione Wall Street Italia, *Attenti: la crisi subprime tocca anche noi*, Wall Street Italia, 12 Dicembre 2007.

Redazione Wall Street Italia, *Crisi subprime Usa: nuovi scheletri nell'armadio delle banche*", Wall Street Italia, 2 Marzo 2019.

Savelli F., *Draghi sotto attacco in Germania: "Danneggia le nostre banche"*, Corriere della Sera, 28 settembre 2016.

Timpone G., *La Grecia è stata la dimostrazione del fallimento dell'euro come esperimento socio-economico. La moneta unica non ha cambiato i connotati dell'economia e della mentalità elleniche*, Investireoggi, 4 Febbraio 2019.

Venuti A., *Powell: La Fed agirà in modo appropriato per sostenere l'espansione*, Money.it, 4 Giugno 2019.