



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LA FINE DEL QUANTITATIVE EASING
DELLA BCE: QUALI SCENARI FUTURI?**

Relatore:
Prof. Roberto Esposti

Rapporto Finale di:
Pascal Di Ruberto

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

Introduzione	p.2
Capitolo 1 - IL QUANTITATIVE EASING	p.5
1.1 Il QE della <i>Federal Reserve</i> (FED)	p.5
1.2 Il QE della Bank of Japan (BOJ)	p.9
1.3 Il QE della Bank of England (BOE)	p.11
Capitolo 2 - IL QE DELLA BCE	p.13
2.1 Politiche di rifinanziamento nell'Eurozona dal 2011 al 2015	p.13
2.2 Programmi di intervento del QE	p.17
2.3 Gli impatti del QE in Italia	p.21
Capitolo 3 - LA FINE DEL QE E SCENARI FUTURI	p.26
3.1 La fine del QE	p.26
3.2 L'Eurozona nel 2019	p.28
3.3 Il ruolo della BCE	p.30
3.4 Scenari futuri	p.34
Conclusioni	p.39
Bibliografia e Sitografia	p.41

INTRODUZIONE

Gli equilibri macroeconomici delineatisi nei primi anni del ventesimo secolo inducevano a guardare all'economia mondiale in forte espansione con entusiasmo e fiducia.

Un moderato tasso di inflazione, un consistente volume della liquidità nei mercati dei capitali nonché i notevoli rendimenti offerti dal settore finanziario hanno contribuito a che, nei mercati finanziari, l'innovazione progredisse a ritmi considerevoli fino all'introduzione, nel mercato del credito, dello strumento delle "cartolarizzazioni", attraverso le quali le banche ridisegnavano i prestiti, in particolare destinati a mutui ipotecari, al fine di rivenderli, liberando, così, capitali da reinvestire in nuovi prestiti.

Tuttavia, l'assenza di adeguate misure di vigilanza e controllo del rischio, in aggiunta alla circostanza che le banche non si erano tutelate diversificando la propria attività, ha fatto sì che venissero assunti rischi non solo nel settore finanziario ma anche al di fuori, generando la dipendenza di significativi comparti dell'attività bancaria dalle cartolarizzazioni e dai finanziamenti ottenuti sul mercato monetario non garantito.

Uno sguardo più attento sul panorama finanziario mondiale avrebbe, inoltre, messo in luce il delinarsi di una serie di significativi squilibri nei vari sistemi nazionali, non solo in punto di abnorme crescita del credito, ma anche sotto il profilo delle profonde contraddizioni fra Paesi titolari di un eccessivo risparmio e Paesi che ricorrevano a pesanti indebitamenti al fine di finanziare consumi ed investimenti.

Le tensioni a cui si è soltanto accennato hanno finito per esplodere nella crisi finanziaria globale iniziata a partire della fine del 2007 ed ufficialmente ed emblematicamente decretata dal crollo del mercato statunitense dei mutui ipotecari, con il fallimento del colosso del mercato dei titoli di stato statunitensi *Lehman Brothers* nel 2008.

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di indagare le ragioni e gli esiti delle misure espansive non convenzionali di Quantitative Easing implementate in prima battuta fuori dal contesto Europeo e, da ultimo, dalla BCE.

Il primo capitolo, infatti, si focalizza sulle esperienze pioneristiche di sperimentazione di QE ad opera delle Banche Centrali di Stati Uniti, Giappone e Gran Bretagna.

Lo sforzo analitico e descrittivo è stato mirato all'enucleazione delle fasi di implementazione nei singoli Paesi oggetto di indagine, senza trascurare le peculiarità dei rispettivi contesti macroeconomici e i dibattiti sugli esiti in essi originatisi.

Il secondo capitolo si propone di evidenziare come i limiti statuari e le complesse dinamiche di armonizzazione delle economie dei singoli stati membri abbiano indotto la BCE ad optare in prima battuta per interventi convenzionali di rifinanziamento dell'eurozona per approdare all'adozione dei programmi di QE a pieno titolo solo nel 2015 per il tramite dell'*Asset Purchase Programme* (APP).

È stato, poi, analizzato l'impatto del QE della BCE sull'economia italiana evidenziando come, in via sommaria, si sia assistito all'effetto positivo della

diminuzione dello spread e degli interessi pagati dallo stato italiano al quale, tuttavia, non sembra essere corrisposto alcun significativo incremento del credito bancario a favore dell'economia reale né del livello dei prezzi al consumo.

Oggetto del terzo capitolo è la fine del QE, attestatasi nel dicembre del 2018 con il termine degli acquisti netti riferibili all'APP e con l'arresto dell'aumento delle partecipazioni di titoli di stato da parte della BCE a partire dal gennaio del 2019.

Ad un'analisi dell'economia reale dell'eurozona nell'anno 2019 ha fatto seguito, in via conclusiva, la proiezione di future prospettive d'azione elaborate nei più recenti studi di settore, volte a fronteggiare i limiti palesati dalle politiche di QE implementate negli ultimi quattro anni dalla BCE.

Attenzione particolare è stata in tal senso rivolta alla non certo priva di obiezioni teoria della cosiddetta *Helicopter Money*, da concretizzarsi attraverso la destinazione di risorse finanziarie direttamente in capo a consumatori ed imprese senza il tramite dell'intermediazione bancaria, e alle voci divergenti attorno ad essa levatesi.

CAPITOLO 1 - IL QUANTITATIVE EASING

Con la locuzione Quantitative Easing suole farsi riferimento ad una serie di operazioni monetarie straordinarie sostanzialmente consistenti nell'adozione di politiche espansive volte alla creazione e alla consequenziale iniezione di moneta ad opera delle banche centrali mediante operazioni di mercato aperto.

Il complesso di misure in tal senso adottate assume caratteristiche e conformazioni peculiari dettate dalle contingenze storiche ed economiche, nonché dalle diverse finalità e modalità di attuazione, dei paesi nei quali se ne è fatto ricorso.

La BCE è stata l'ultima delle principali Banche Centrali internazionali ad introdurre politiche monetarie straordinarie di QE.

Il presente capitolo si propone di delineare i tratti fondamentali delle esperienze temporalmente antecedenti e, in particolare, quelle degli Stati Uniti, del Giappone e del Regno Unito.

1.1 IL QE DELLA FEDERAL RESERVE (FED)

A segnare l'inizio della politica di QE negli Stati Uniti è stato lo scoppio della Grande Crisi originatasi nel 2008 dal fallimento *Lehman Brothers*.

La dichiarazione di bancarotta con un debito di circa 613 miliardi di dollari americani di quello che incarnava uno dei principali operatori del mercato dei titoli di stato statunitensi, infatti, ingenerò nei *policymakers* e nelle banche un generale

senso di smarrimento che ha indotto la FED ad elaborare un piano di contromisure ed interventi straordinari.

Una prima fase (QE1)¹ è stata attuata dalla FED principalmente attraverso aste competitive volte all'acquisto di obbligazioni dirette nell'intento di

- frenare l'espansione della crisi;
- arrestare possibili effetti di *credit crunch* ;
- segnalare al mercato la volontà di contrastarne la diffusione.

Il secondo blocco di interventi (QE2)² è stato implementato a due anni di distanza dal primo “per sostenere una ripresa economica più forte e per contribuire a garantire che l'inflazione, nel corso del tempo, sia a livelli coerenti con il proprio mandato”.

Il terzo e ultimo momento (QE3)³ “per sostenere una ripresa economica più forte e per contribuire a garantire che l'inflazione, nel corso del tempo, al tasso più coerente con il suo duplice mandato” si è caratterizzato per una implementazione più graduale allo scopo di migliorare il mercato del lavoro in un contesto di stabilità di prezzi.

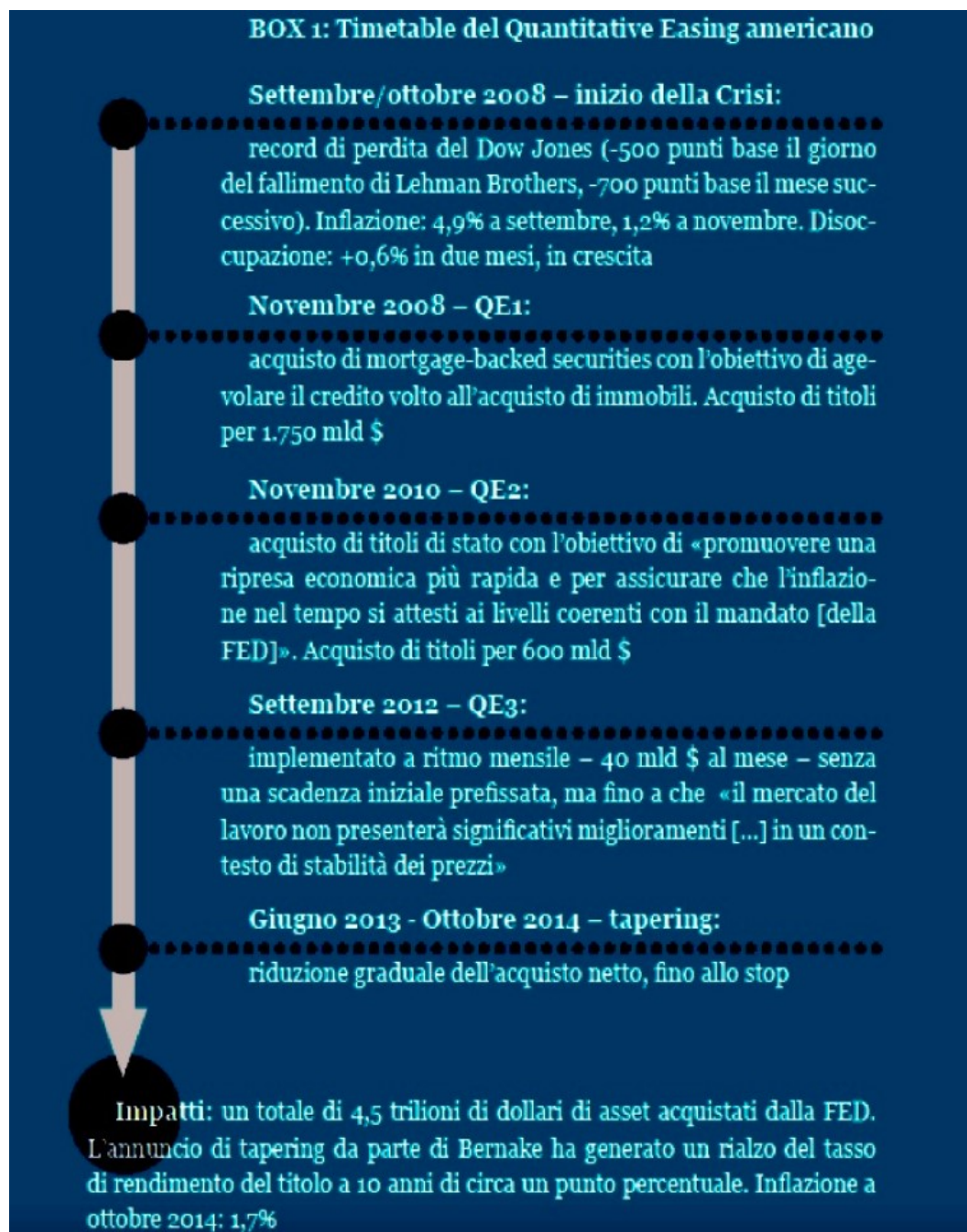
Nella Fig. I.1 sono sintetizzati gli interventi che hanno segnato le tre fasi di QE statunitense.

1Federal Reserve issues FOMC statement 16 Dic 2008

2Federal Reserve issues FOMC statement 3 Nov 2010

3Federal Reserve issues FOMC statement 13 Set 2012

Fig. I.1 – Fasi del QE della FED



FONTE: *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, The European House Ambrosetti, 2019, pag. 70

Gli analisti americani e mondiali si sono espressi in chiave divergente sugli esiti della politica di QE complessivamente adottata dalla FED.

Molti osservatori economici sostengono che le azioni della Federal Reserve abbiano avuto significative conseguenze sull'andamento dell'economia reale, a un anno dall'implementazione di ciascuna fase di acquisto titoli, la produzione industriale è aumentata dell'1%.

Il programma QE 2 ha avuto l'effetto più significativo.

Meno dirimente è stata la reazione in termini occupazionali, la crescita è stata, infatti, pari allo 0,4%.

Le politiche della FED sembrano aver avuto successo nell'evitare che gli Stati Uniti scivolassero in una situazione simile alla Grande Depressione.

Alcune analisi stimano che senza le operazioni di QE si sarebbe avuta una spirale deflattiva tra l'ultimo trimestre del 2008 e il primo del 2009, con un picco nel secondo trimestre dell'anno pari a -1%. Nel 2009 la perdita cumulata di PIL sarebbe arrivata a 10 punti percentuali e la disoccupazione sarebbe cresciuta dello 0,75%, raggiungendo il 10,6%.

In letteratura ci sono però anche valutazioni di segno opposto secondo cui 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.

Le operazioni di QE hanno avuto un effetto anche sul fronte della distribuzione della ricchezza. Gli acquisti di titoli hanno fatto crescere i prezzi dei titoli finanziari che sono tornati sui livelli pre-crisi. Questo ha favorito i possessori di attività finanziarie.

1.2 IL QE DELLA BANK OF JAPAN (BOJ)

Il differente contesto macroeconomico del Giappone, bassa crescita e bassissima inflazione sin dai primi anni Novanta, ha indotto la BOJ a introdurre diverse misure di stimolo.

Successivamente alla crisi del 2008 sono state lanciate blande manovre di acquisto di titoli di stato e solo a partire dal 2013, con l'avvento del primo Ministro Shinzo Abe e l'introduzione della cosiddetta "Abenomics", si è assistito ad un netto incremento degli acquisti con l'obiettivo di stimolare la ripresa dell'inflazione, deprezzare lo yen al fine di favorire le esportazioni e consentire al governo di finanziare un pacchetto di stimoli fiscali.⁴

Il Giappone è considerato uno dei pionieri del QE. Non pochi dubbi, tuttavia, sono stati sollevati da coloro i quali osservano come a distanza di diversi anni in Giappone la ripresa appaia ancora lenta ed instabile, esposta a rischi al ribasso, con

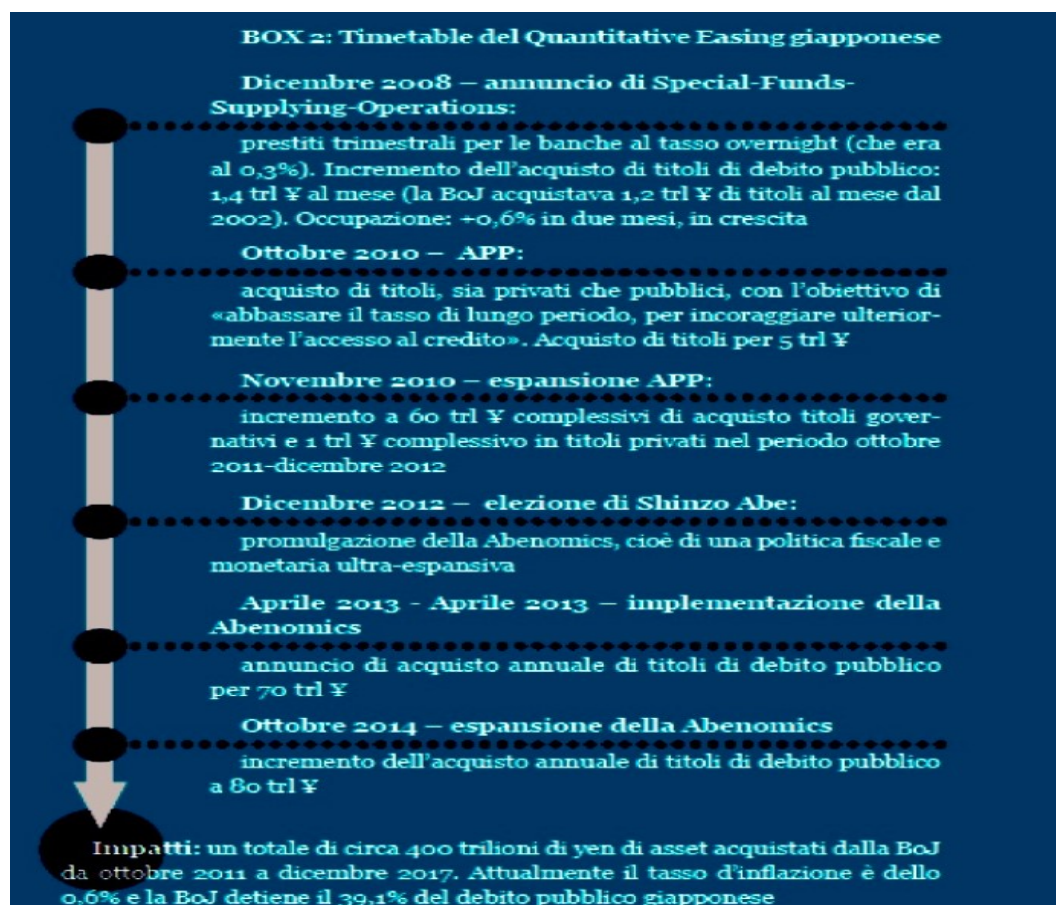
⁴ Bank of Japan, press release "*Introduction of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing*". 4 aprile 2013 - https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf

un debito pubblico in crescita di pari passo con il bilancio della Banca Centrale giapponese e vicino al 230% del PIL contro il 170% del 2007.

Questo perché buona parte della liquidità immessa dalla Banca Centrale giapponese con il suo QE si è riversata sui mercati finanziari internazionali, nelle economie emergenti e in operazioni speculative.

Nella Fig. I.2 sono sintetizzati gli interventi che hanno segnato le tre fasi di QE nipponico.

Fig. I.2 – Fasi del QE della BOJ



FONTE: *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, The European House Ambrosetti , 2019, pag. 72

1.3 IL QE DELLA BANK OF ENGLAND (BOE)

Ulteriormente differenti sono le modalità di implementazione del QE ad opera della BOE.

La manovra è stata attuata con l'obiettivo di stimolare la ripresa dell'inflazione tramite una serie di annunci di target di base monetaria rivisti al rialzo nel periodo che va dal marzo 2009 al luglio 2012.⁵

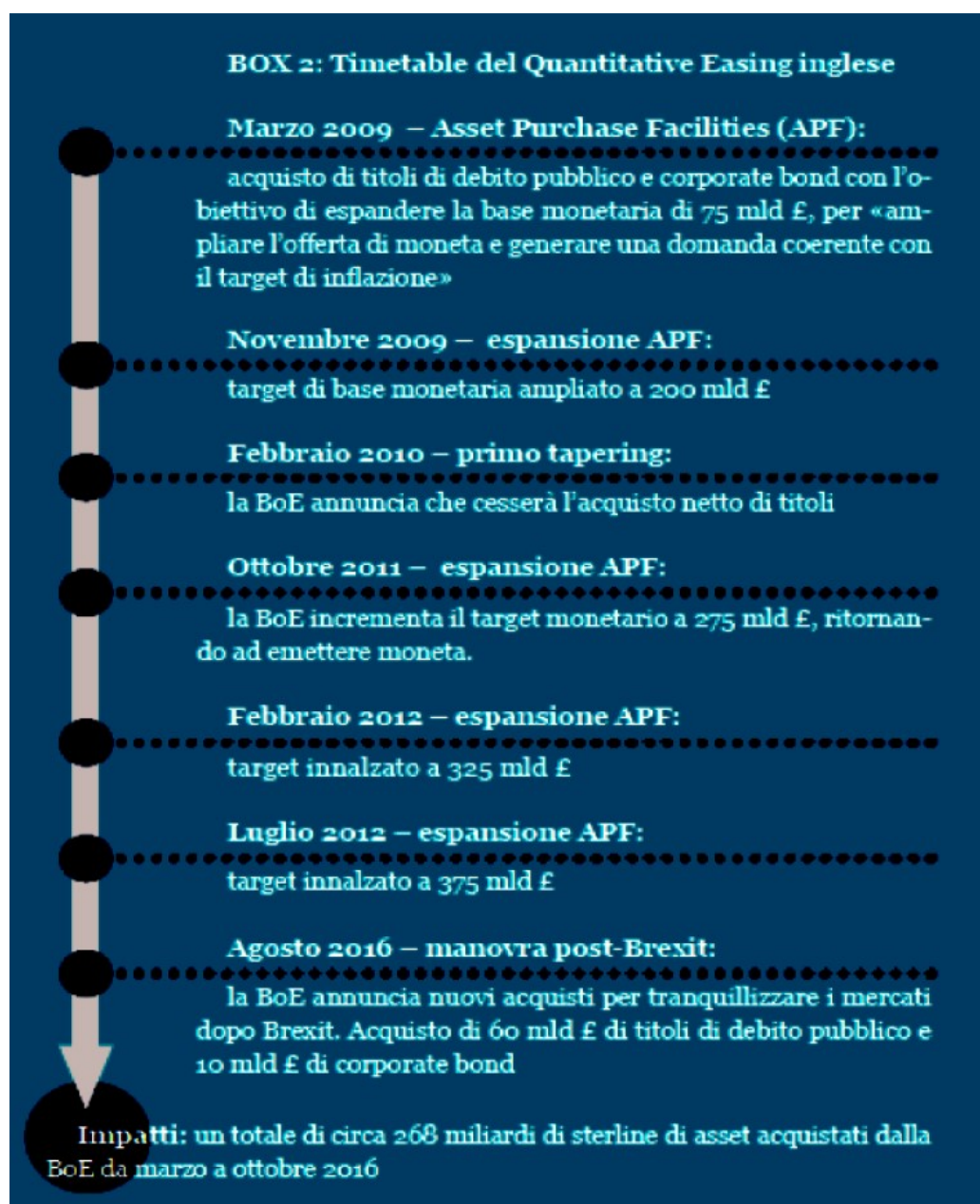
In questo periodo la Gran Bretagna ha goduto di una forte ripresa sul versante occupazionale rispetto al crollo del 2008. La disoccupazione che nel Regno Unito nel 2008 aveva raggiunto l'8,5% da allora è scesa al 4%, il tasso più basso dal 1970. Analogamente a quanto accaduto negli Stati Uniti anche in Gran Bretagna l'implementazione del QE ha consentito al PIL di superare i livelli pre-crisi e all'inflazione di tornare ad arrestarsi attorno all'1,9 % dopo aver raggiunto un massimo del 5,2 %.

Gli eventi politici degli anni successivi hanno condotto all'indizione di un referendum sul proseguimento della partecipazione all'UE della Gran Bretagna il cui esito è stato di stabilirne l'uscita (*Brexit*). Tale esito ha indotto la BoE, nell'agosto del 2016, ad annunciare una nuova tranche di acquisti di titoli di debito pubblico e di corporate bond al fine di tranquillizzare i mercati.

⁵ Public Information & Enquiries Group -Bank of England “*Quantitative Easing Explained*”

Nella Fig. I.3 sono sintetizzati gli interventi che hanno segnato le fasi di QE inglese.

Fig. I.3 – Fasi del QE della BoE



FONTE: *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, The European House Ambrosetti, 2019, pag. 74

CAPITOLO 2 – IL QE DELLA BCE

2.1 POLITICHE DI RIFINANZIAMENTO NELL' EUROZONA DAL 2011 AL 2015

Se le economie analizzate nel capitolo precedente avevano chiaramente operato nel senso di una significativa implementazione di politiche di QE, la BCE, al fine di perseguire l'obiettivo statutario principe, la stabilità dei prezzi e un tasso di inflazione non superiore al 2 %, inizialmente optò per strategie differenti limitandosi ad acquisti minimi di bond attraverso aste di liquidità e non mediante l'immissione di nuova moneta.

La crescente apprensione riguardo la possibile uscita dell'Italia dall'Eurozona ha fatto sì che nell'estate del 2011 si registrasse un rapido incremento dei tassi di rendimento dei titoli del debito pubblico.

La situazione economica italiana aveva spinto il governatore della Banca Centrale Europea Jean Claude Trichet e il suo successore in pectore Mario Draghi ad inviare una lettera al Governo italiano per sollecitare una serie di riforme strutturali necessarie, a loro avviso, a stimolare la ripresa dell'economia e assicurare la sostenibilità della finanza pubblica.

Il fatto che il Governo avesse varato, il 14 settembre 2011, una manovra specifica per assecondare le richieste della BCE, non ha impedito che il mercato continuasse

a chiedere rendimenti molto elevati per sottoscrivere o detenere debito pubblico italiano, sia per i titoli a medio-lunga scadenza che, soprattutto, per i titoli a breve, non confidando sulla sostenibilità nel breve periodo del Paese.

Si è assistito ad una vertiginosa crescita dello spread BTP/Bund sui titoli a 10 anni, che è passato dai 185 punti base di fine giugno 2011 agli oltre 500 punti di dicembre 2011, con un picco di 575 punti base il 9 novembre 2011.

Oltre alla situazione italiana si registravano situazioni problematiche in ulteriori paesi dell'Eurozona come la Grecia, la Spagna e il Portogallo.

Ciò indusse la BCE a porre in essere i primi significativi interventi di politica monetaria.

In tal senso la prima politica sperimentata fu quella del *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), consistente in due aste di liquidità riservate agli operatori del settore bancario.

La BCE si era resa disponibile ad erogare alle banche richiedenti un prestito triennale ad un tasso pari alla media del tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale dei tre anni successivi, che alla data dell'annuncio era pari a 1,75%.

La prima tranche, svoltasi il 22 dicembre 2011, ha visto la partecipazione di 523 banche che hanno richiesto € 489,19 miliardi; alla seconda, in data 29 febbraio 2012, hanno partecipato 800 banche che hanno richiesto € 529,53 miliardi.

Questo tipo di intervento, rispetto al QE, si caratterizza per il dato secondo cui la moneta creata in sede di LTRO ha una scadenza predeterminata, al massimo estensibile di tre anni, e ciò in ragione del fatto che le operazioni di rifinanziamento

accordate dalle banche contemplanò la restituzione dei prestiti con la conseguente diminuzione delle dimensioni del bilancio della banca centrale.

Gli effetti del LTRO sono stati quasi interamente finanziari, generando una riduzione dei tassi sui titoli di stato, e non reali.

Non si assistette, infatti, ad una variazione significativa dei prestiti concessi, in quanto la liquidità richiesta dalle banche venne in larga parte investita nell'acquisto di titoli di stato.

In seguito al primo LTRO lo spread BTP/Bund scese di circa 100 punti base.

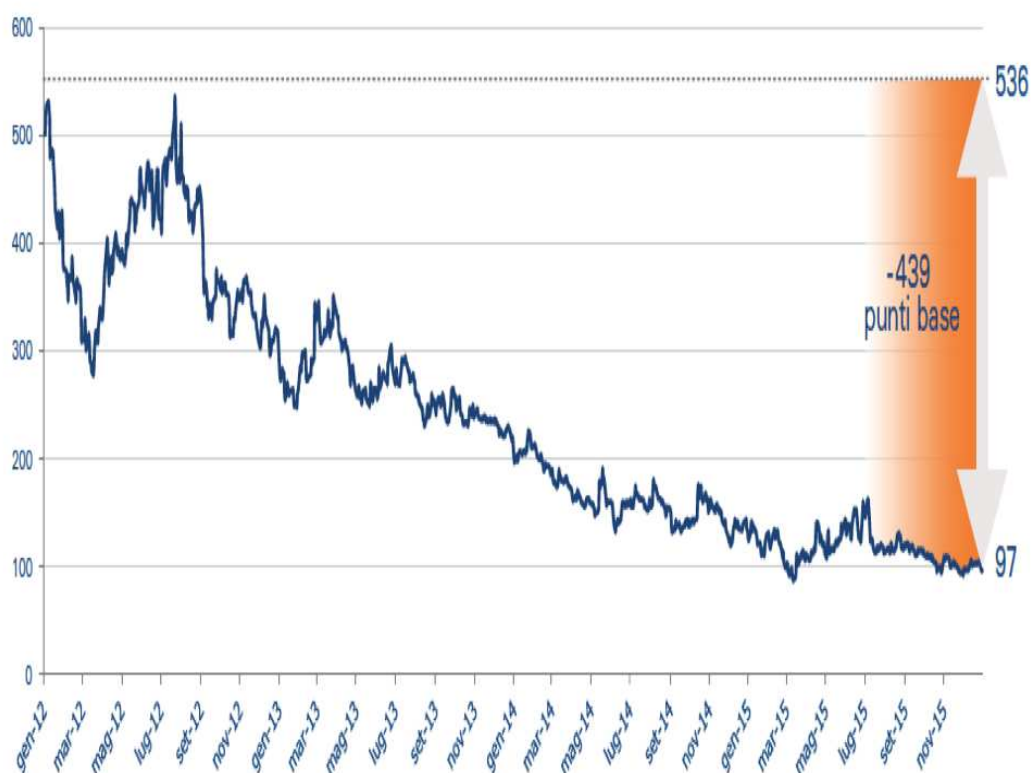
Nel luglio del 2012, a seguito di una nuova ondata di timori e ad una ripresa della crescita degli spread su alcuni paesi europei, fra cui l'Italia, il presidente della BCE Mario Draghi dichiarò *“Nel rispetto del nostro mandato, la Bce è pronta a fare qualsiasi cosa per proteggere l'euro. E credetemi, sarà abbastanza”*. (*“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. Believe me, it will be enough.”*)

Il solo annuncio di ulteriori misure straordinarie, la cui effettiva implementazione sarebbe avvenuta due anni più tardi, ha avuto un effetto tranquillizzante sui mercati.

Nel corso del 2014 la BCE vara quindi un piano di *Targeted LTRO* (TLTRO) ossia una versione di LTRO vincolata all'erogazione di prestiti a imprese e famiglie a ritmo semestrale, pensato come miglioramento del precedente programma e consistente in un finanziamento bancario a lungo termine finalizzato, *targeted*, al supporto creditizio di imprese del settore non finanziario.

Sebbene lo spread BTP/Bund (Fig. II.1) fosse sceso, nel triennio 2012-2015, di 400 punti (addirittura, la differenza fra il picco massimo e il picco minimo registrata è stata di 439 punti base), gli effetti di queste due prime *tranches* di misure sull'economia reale non hanno rispecchiato le attese.

Fig. II.1 – Spread BTP/BUND 2012-2015



FONTE: *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, The European House Ambrosetti, 2019, pag. 81

L'inadeguatezza delle politiche monetarie convenzionali rispetto alle contingenze creditizie ha progressivamente consolidato l'opinione secondo cui l'Eurozona necessitasse dell'adozione di un QE a pieno titolo.

2.2 PROGRAMMI DI INTERVENTO DEL QE

Nonostante il progressivo abbassamento dei tassi ufficiali e le operazioni di finanziamento LTRO e TLTRO, l'inflazione in Europa era lontana dall'obiettivo del 2%.

Ciò in larga parte era dovuto alla crisi economica, che aveva raffreddato i consumi. A gennaio 2015 il presidente Draghi annuncia un piano di acquisto di titoli di stato effettuato direttamente dalla BCE, l'*Asset Purchase Programme* (APP), che entra a pieno regime nel marzo dello stesso anno.

Alcuni osservatori hanno evidenziato come, per certi aspetti, il QE si fondi su un artificio. Prendendo a pretesto la necessità di rilanciare l'inflazione, l'obiettivo vero della BCE era di immettere denaro nelle riserve bancarie per incentivare i prestiti delle banche commerciali verso le imprese e le famiglie, cioè verso l'economia reale. Inoltre l'espansione monetaria avrebbe comportato la svalutazione della moneta europea nei confronti del dollaro e delle altre valute mondiali di riserva.

Quindi la BCE stampando moneta per le banche e per gli stati più indebitati ha cercato di compensare la politica restrittiva dell'*austerità* portata avanti dalla UE e da Berlino.

L'APP è diviso in quattro sottoprogrammi che si differenziano a seconda del tipo di security acquistate dalla BCE:

- *Corporate sector purchase programme (CSPP)*

- *Public sector purchase programme (PSPP)*
- *Asset-backed securities purchase programme (ABSPP)*
- *Covered bond purchase programme 3 (CBPP3)*

Il CSPP è un programma di acquisti nel settore delle imprese. La BCE dal giugno 2016 al dicembre 2018 ha condotto acquisti netti di obbligazioni societarie nell'ambito di tale programma.

Il PSPP è un programma di acquisti nel settore pubblico. La BCE dal marzo 2015 al dicembre 2018 ha condotto acquisti netti di titoli di stato nell'ambito di tale programma.

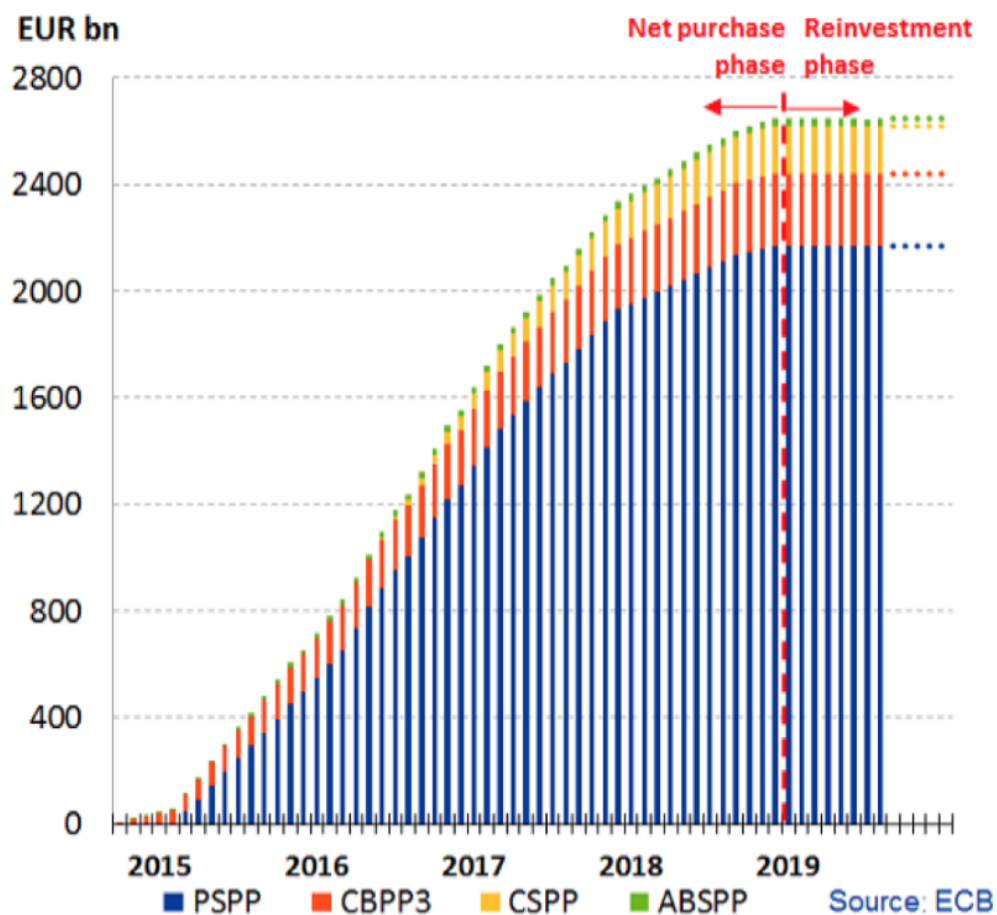
L'ABSPP è un programma di acquisti di titoli garantiti da attività. La BCE dal novembre 2014 al dicembre 2018 ha condotto acquisti netti di titoli nell'ambito di tale programma.

Il CBPP3 è un programma di acquisti di obbligazioni garantite. La BCE dall'ottobre 2014 al dicembre 2018 ha condotto acquisti netti nell'ambito di tale terzo programma.

A partire dai primi mesi del 2019, la BCE non effettua più acquisti netti ma continua a reinvestire i pagamenti di capitale dai titoli nei portafogli CSPP, PSPP, ABSPP e CBPP3.

Lo stock di obbligazioni dell'Eurosistema APP si è attestato a 2648 miliardi di euro a fine agosto 2019, rispetto ai 2650 miliardi di euro della fine di dicembre 2018.

Fig. II.2 – APP acquisti netti cumulativi



Come si evince dal grafico precedente (Fig. II.2), la parte più rilevante fra i programmi implementati, sia come impatto sulla trasmissione della politica monetaria che come impegno finanziario, è riconducibile al PSPP.

Infatti, circa il 90% degli acquisti dell'APP viene effettuato nell'ambito del suddetto programma.

I titoli oggetto del PSPP comprendono:

- Titoli di stato centrale nominali ed indicizzati all'inflazione con una durata residua compresa fra 2 e 30 anni emessi dai Paesi dell'Area Euro
- Obbligazioni emesse da agenzie riconosciute, governi regionali e locali, organizzazioni e banche multilaterali di sviluppo emessi dai Paesi dell'Area Euro

Una parte minoritaria degli acquisti (il 12%) è inoltre diretta verso titoli emessi da organizzazioni europee sovranazionali, come la Banca Europea degli Investimenti, *l'European Financial Stability Facility e l'European Stability Mechanism*.

Le obbligazioni vengono acquistate solo sul mercato secondario e al fine di non distorcere il mercato, la Banca Centrale ha fissato dei limiti massimi agli acquisti pari al 25% dell'emissione per singolo titolo e al 33% del debito complessivo emesso da un Paese.

Da marzo 2015 a marzo 2016 l'ammontare mensile di acquisti netti per tutto il programma APP è stato fissato a € 60 miliardi, incrementato temporaneamente a € 80 miliardi da aprile 2016 a marzo 2017, ridotto a € 60 miliardi da aprile 2017 a dicembre 2017 e successivamente ulteriormente ridotto a € 30 miliardi da gennaio 2018.

Al 29 dicembre 2017 il valore della partecipazione al PSPP ammontava a 1.888.764 milioni di euro.

2.3 GLI IMPATTI DEL QE IN ITALIA

L'APP e, in particolare il PSPP, si proponeva di perseguire tre specifici obiettivi:

- accompagnare la discesa dei tassi di rendimento dei titoli di stato;
- mantenere invariati i tassi per un prolungato orizzonte temporale;
- agevolare il credito al settore privato per stimolare una ripresa della crescita e dell'inflazione.

Nell'ottica di sintetizzare gli studi e le analisi condotte dai tecnici del settore appare congruo affermare che il primo obiettivo possa dirsi raggiunto, infatti il tasso d'interesse sui BOT a 12 mesi è sceso al di sotto dello zero alla fine del 2015 ed ha proseguito la sua discesa nei mesi successivi.

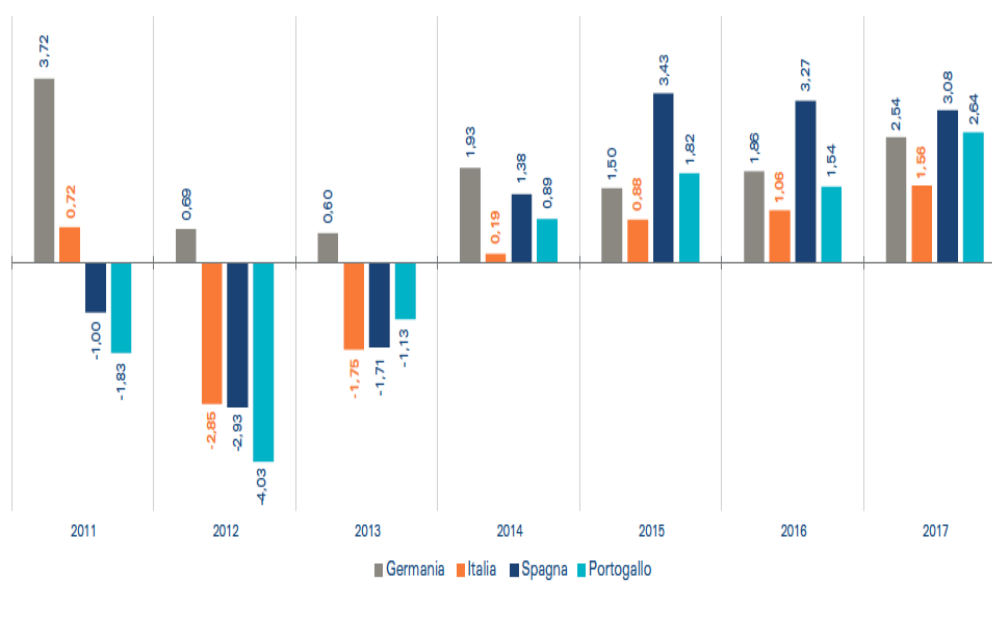
Con riguardo al secondo profilo emerge come possa considerarsi adempiuta la funzione cosiddetta di *signaling* nei confronti dell'economia auspicata dalla BCE.

Rispetto al terzo obiettivo, tenuto in considerazione il dato secondo cui il ruolo di principale controparte della BCE negli acquisti sul mercato secondario sia stato giocato dal sistema bancario, il risultato è stato che la disponibilità di liquidità a basso costo ha consentito un abbassamento del costo del credito a imprese e famiglie.

Nei due anni successivi all'implementazione del QE il tasso di crescita dei principali paesi europei ha dato segnali di ripresa.

Si può notare (Fig. II.3), comunque, che l'Italia è cresciuta ad un ritmo inferiore anche rispetto a paesi, come Spagna e Portogallo, in cui si registrava una crisi del debito sovrano

Fig. II.3 – Tasso di crescita 2011-2017 in Germania, Italia, Spagna e Portogallo

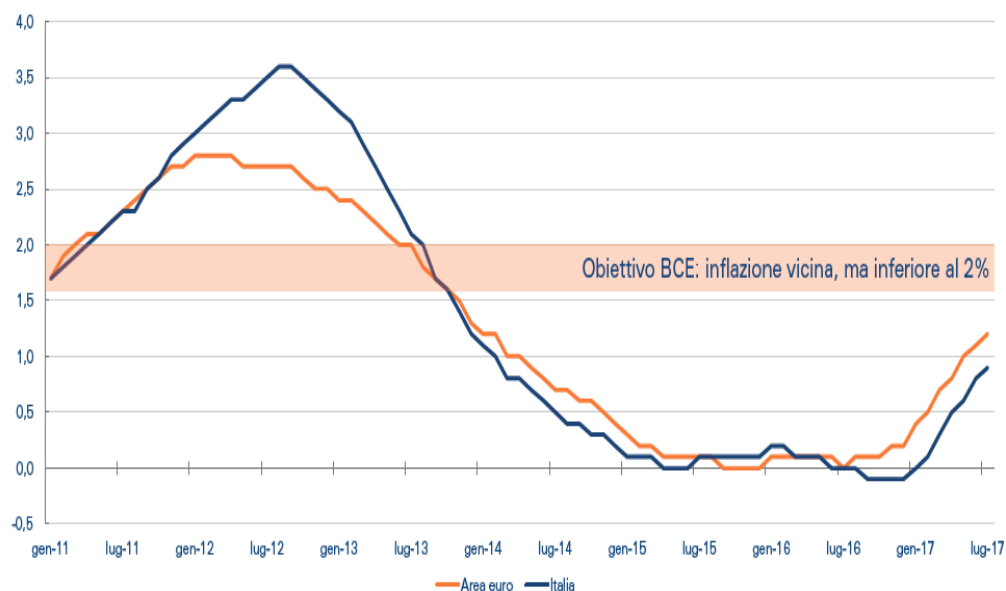


FONTE: *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, The European House Ambrosetti, 2019, pag. 90

Lo scenario Italiano anche in punto di inflazione risulta inferiore rispetto alla media dell'Eurozona.

Il grafico di seguito riportato (Fig. II.4) è esplicativo di come il rafforzamento dell'APP con l'innalzamento del tetto degli acquisti a 80 miliardi di euro a partire dall'aprile 2016 abbia contribuito in modo consistente all'aumento dell'inflazione.

Fig. II.4 – Inflazione area EURO 2011-2017



FONTE: *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, The European House Ambrosetti, 2019, pag. 91

La riduzione della spesa per interessi, infine, ha permesso, nel periodo 2014-2016, una diminuzione dello 0,5% del rapporto deficit/PIL senza variazioni dell'avanzo primario.

In Italia la BCE, attraverso la Banca d'Italia, ha comprato titoli di Stato italiani per 363 miliardi di euro, una somma più che doppia rispetto al deficit di bilancio degli anni 2015-2018, ammontato a soli 152 miliardi di euro⁶.

⁶ Guido Salerno Aletta, Starmag "Bce, tanti soldi e pochi risultati. Un Qe senza strategia?" 27 Dicembre 2018

La BCE ha assorbito quindi il doppio delle emissioni nette di nuovo debito pubblico, dato che ha indotto a ritenere che alla notabilità dell'impegno profuso non siano corrisposti risultati di pari rilievo.

Poche obiezioni possono essere levate con riferimento, tuttavia, all'obiettivo effettivamente centrato della diminuzione dello spread.

Il QE, infatti, ha ridotto di gran lunga il costo del debito pubblico nazionale.

L'Italia, in particolare, ha beneficiato di un risparmio non inferiore ai 15-20 miliardi annui, risorse che è stato possibile destinare da un lato all'erogazione di beni e servizi e dall'altro al contenimento di nuove emissioni al fine di monitorare le dimensioni del deficit.

I dati sulla crescita dei prezzi al consumo, invece, non permettono di considerare altrettanto positivi i risultati raggiunti. Il deflatore dei consumi privati, infatti, è stato dell'1,1% nel 2015 e per il 2020 e 2021 si prevede rispettivamente il 2,2% e il 1,6%⁷.

L'Italia resta in una condizione di deflazione strutturale, derivata dalla carenza di domanda interna e da livelli salariali sempre più bassi.

I dati migliori dell'economia nazionale sono tutti da ricondursi ad una forte capacità di export.

Secondo i dati del Monthly Outlook dell'Abi, il credito bancario erogato alle società non finanziarie e alle famiglie non solo non è aumentato con il QE ma è anzi

⁷ Ministero dell'Economia e delle Finanze, "Aggiornamento del Quadro Macroeconomico e di Finanza Pubblica" Dicembre 2018

diminuito: è passato dai 1420 miliardi del marzo 2015 ai 1329 miliardi del dicembre scorso, con un saldo negativo di 91 miliardi, pari a circa il 5% del PIL.

In termini quantitativi, le banche italiane, nel dicembre 2018 detenevano titoli di stato per 395 miliardi, mentre erano 387 miliardi nel 2015. Questi dati confermano che il sistema bancario italiano non ha venduto i titoli di stato per ottenere nuova liquidità; le banche italiane hanno preferito tenere in portafoglio i titoli pubblici che consentono di incassare interessi e non consumano capitale di vigilanza, senza però concedere credito all'economia reale.

In conclusione, a parte l'effetto positivo sullo spread e sulla diminuzione degli interessi pagati dallo stato italiano, il QE non ha avuto alcun effetto significativo in Italia, né in termini di aumento del credito bancario a favore dell'economia reale né per l'incremento del livello dei prezzi al consumo.

CAPITOLO 3 - LA FINE DEL QE E SCENARI FUTURI

3.1 LA FINE DEL QE

Nel dicembre 2018 sono terminati gli acquisti netti da riferirsi all'APP.

Tale situazione implica il fatto che per la prima volta in quasi quattro anni, la BCE da gennaio 2019 non ha aumentato le sue partecipazioni di titoli di Stato. Quello che rimane in piedi è il programma di riacquisto del capitale di ritorno nei portafogli degli APP.

Quali sono ora le prospettive future?

La BCE dal marzo 2015 al dicembre 2018 ha creato dal nulla moneta per 2600 miliardi di euro, una somma pari a circa il 20% del PIL dell'eurozona.

Un tale volume di liquidità è stato immesso a favore delle maggiori banche dell'area euro con l'obiettivo ufficiale di contrastare le tendenze deflazionistiche e produrre reflazione.

L'opinione prevalente è quella secondo cui il QE ha temporaneamente salvato l'eurozona ma gli effetti ma con effetti complessivamente decisamente al di sotto delle aspettative inaugurali.

L'euro è sempre a rischio e l'eurozona non può considerarsi tuttora immune dal rischio di una nuova crisi.

La BCE, per superare la contrarietà della Germania al QE, ha comprato dalle banche oltre 2.100 miliardi di titoli di stato suddividendo però gli acquisti tra i diversi Paesi in base alle quote di capitale in capo alle banche centrali dei Paesi stessi.

Il maggior rilievo critico mosso all'operato della BCE è stato quello di essersi molto accostato alla condotta non di una banca centrale ma, piuttosto, di una qualsiasi società privata per azioni, ispirandosi alla divisione pro quota di utili e perdite in capo ai propri azionisti: quindi ha acquistato Bund tedeschi (circa 515 miliardi a fine novembre), seguiti da OAT francesi (418 miliardi) e BTP italiani (363 miliardi)⁸.

In chiave parossistica è infatti possibile osservare come le politiche di QE adottate dalla BCE abbiano finito per beneficiare principalmente l'economia tedesca. La contingenza per cui il QE abbia determinato una svalutazione dell'euro rispetto al dollaro, infatti, ha fatto sì che la Germania abbia potuto ulteriormente rafforzare saldo commerciale extra-UE; inoltre, grazie ai forti acquisti dei Bund da parte della BCE, il bilancio dello stato ha goduto di un rendimento negativo sui suoi titoli di debito e quindi ha potuto ridurre facilmente il suo debito pubblico che ormai sta scendendo velocemente sotto il 60% del PIL, come previsto da Maastricht.

Volendo tracciare una panoramica sugli effetti complessivi del QE sull'eurozona può dirsi che gli spread sono diminuiti ma questo non ha sminato il rischio della deflazione in un contesto economico che stenta a ripartire.

⁸ Fonte BCE

Secondo le ultime stime della BCE, l'inflazione è salita nel 2018 dell'1,8%, si abbasserà all'1,6% nel 2020. Per il 2021 la previsione è all'1,7%.

Un indiscusso beneficio derivante dall'implementazione del QE deriva dalla circostanza che il primo effetto degli acquisti della BCE sul mercato cosiddetto secondario dei titoli di stato è stato di alzare i loro prezzi e quindi di ridurre drasticamente il rendimento.

I rendimenti pagati dai governi sui bond di nuova emissione si sono azzerati o quasi. In Germania e Francia i titoli con durata inferiore ai 5 anni pagano attualmente rendimenti addirittura negativi. L'Italia pagava qualcosa come il 4,5-5% per i suoi BTP decennali, ma dopo l'avvio del QE è arrivata a pagare poco più dell'1%.

3.2 L'EUROZONA NEL 2019

Se guardiamo all'economia reale, il QE non ha aumentato come ci si attendeva i crediti nell'Eurozona. Poco prima dell'avvio del QE, i prestiti a famiglie e imprese erano pari a 10.400 miliardi che, con il QE, sono diventati 11.100 miliardi.

La crescita dei prestiti all'economia reale è stata complessivamente pari a circa 700 miliardi, cioè solo al 27% dell'espansione del bilancio BCE (2,6 trilioni). Per ogni 100 euro "creati" grazie al QE i prestiti all'economia reale sono aumentati di appena 27 euro. Il credito bancario è ripartito ma non ha supportato in maniera consistente l'aumento degli investimenti, dei consumi e infine del PIL dell'eurozona: non a caso la disoccupazione è rimasta su livelli elevati, pari a oltre l'8%.

La grande maggioranza di base monetaria creata dalla BCE è tornata alla BCE sotto forma di liquidità in eccesso detenuta dalle banche presso la BCE stessa.

Le banche dell'area euro hanno depositato circa 1,8 trilioni di euro come riserve in eccesso (oltre quelle obbligatorie) nelle casse della BCE rispetto ai 150 miliardi registrati prima del QE.

Le banche hanno usato il QE per liberarsi degli *assets* a rischio (inclusi i titoli di stato di paesi "rischiosi" come l'Italia), per rendere più solidi i loro bilanci, e per migliorare il loro livello di liquidità immediatamente disponibile in caso di bisogno. Ma i principali problemi del sistema bancario dell'eurozona, titoli tossici e crediti deteriorati, sono tuttora irrisolti.

In questo contesto, nonostante l'aumento delle riserve bancarie, le banche hanno aumentato solo per una parte minore i prestiti all'economia reale dei beni e dei servizi, perché la domanda solvibile di prestiti era relativamente limitata e i rischi nel prestare denaro a imprese e famiglie sono invece elevati.

Gli istituti di credito hanno mantenuto in BCE la liquidità eccedente i requisiti regolamentari nonostante che da quattro anni la BCE abbia imposto sulle riserve di denaro depositate presso di lei tassi negativi al -0,4%, per cercare di indirizzare la nuova moneta verso investimenti produttivi.

L'ammontare così elevato di riserve delle banche è anche un chiaro indice di profonda sfiducia verso l'economia reale.

Non a caso molti analisti ed anche la BCE⁹ prevedono un deciso rallentamento della crescita nell'Eurozona: nel 2019 la stima di crescita è tagliata all'1,5%. Per il 2020 la crescita del PIL sarebbe pari l'1,5%, per il 2021 all'1,4%.

La crescita rallenta ma le pur caute previsioni non tengono conto del possibile precipitare di crisi a livello internazionale, a causa dello scontro commerciale tra gli USA di Trump e la Cina di Xi Jinping, a causa della Brexit, della frenata cinese. Se da un lato gli ulteriori incrementi dell'occupazione e le retribuzioni in aumento continuano a sostenere la capacità di tenuta dell'economia, dall'altro l'attenuazione della dinamica della crescita mondiale e la debolezza del commercio internazionale continuano a gravare sulle prospettive per l'area dell'euro.

La BCE ha “salvato l'euro” ma non manca chi si esprima in termini di scetticismo in merito alla salvaguardia della moneta unica in futuro.

L'eurozona è infatti ancora nel tunnel: l'economia non cresce abbastanza, il rischio di recessione persiste, e il rischio di rottura dell'euro – *la moneta senza stato* - è sempre attuale.

3.3 IL RUOLO DELLA BCE

Nel 2015, quando i prezzi nell'eurozona crescevano meno dell'1% e la deflazione rischiava di trasformarsi in depressione strutturale, la BCE di Draghi ha sfruttato

⁹ Bollettino economico BCE, n. 4 – 2019 <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2019/bol-eco-4-2019/index.html>

intelligentemente il pretesto di riportare l'inflazione stabilmente intorno al 2%, con il fine, a detta di molti inconfessabile, di aiutare o salvare il settore bancario e i Paesi mediterranei grazie all'acquisto sul mercato cosiddetto secondario dei titoli di stato e di altri titoli.

Tuttavia la BCE ha scelto una strada molto contorta e per alzare l'inflazione: infatti stampare moneta e aumentare le riserve liquide delle banche non ha comportato per nulla l'aumento del credito all'economia e tantomeno la domanda di beni e servizi tale da provocare un deciso incremento dell'inflazione.

La BCE ha alimentato le riserve bancarie ma nei sistemi moderni in nessun caso la quantità di riserve liquide condiziona direttamente la capacità delle banche commerciali di prestare denaro all'economia reale.

In effetti la banca centrale può solo incentivare le banche commerciali a prestare denaro aumentando le loro disponibilità liquide e lavorando sul costo del denaro; ma non può aumentare direttamente la liquidità nell'economia reale.

Solo le banche, facendo credito e concedendo prestiti, possono creare moneta per l'economia reale e quindi alimentare l'inflazione¹⁰.

Il fatto che le banche europee non abbiano proceduto ad un aumento consistente dei prestiti alle famiglie e alle imprese costituisce il profilo di maggiore debolezza del QE.

¹⁰ Bank of England "Money creation in the modern economy", Quarterly Bulletin 2014 Q1, By M. McLeay, A. Radia and R. Thomas

La crescita delle riserve bancarie, attuata dalla BCE stampando moneta in cambio di titoli di stato e altri titoli, non comporta automaticamente che le aziende e le famiglie chiedano prestiti, che la loro richiesta sia valutata solvibile e redditizia, e che venga accolta dalle banche, e che così il nuovo denaro fresco giunga all'economia reale.

L'aumento delle riserve bancarie, del credito bancario e l'incremento dell'inflazione sono tre processi diversi non necessariamente collegati.

Le riserve liquide bancarie costituiscono solo una pre-condizione per concedere prestiti, se, per dirla alla Keynes, *“l'acqua c'è ma il cavallo non beve”*, ovvero se le imprese e le famiglie non vogliono indebitarsi ulteriormente per chiedere soldi alle banche, se le loro richieste di denaro non vengono valutate sufficientemente affidabili e se le banche non concedono prestiti, allora l'inflazione e l'economia non ripartono.

Per esigenze di completezza va senz'altro considerato che il perdurare di incertezze connesse a fattori geopolitici, alla crescente minaccia del protezionismo e alle vulnerabilità nei mercati emergenti sta indebolendo il clima di fiducia, in particolare nel settore manifatturiero.

In tale contesto, le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute e gli indicatori delle aspettative di inflazione hanno evidenziato un calo. Permane quindi la necessità di un grado significativo di stimolo monetario per assicurare il persistere di condizioni finanziarie molto favorevoli a sostegno dell'espansione dell'area

dell'euro, dell'accumulo di pressioni interne sui prezzi e, di conseguenza, della dinamica dell'inflazione complessiva nel medio periodo.

Gli indicatori congiunturali segnalano una prosecuzione dell'indebolimento dell'attività economica a livello internazionale nel secondo trimestre del 2019 e il calo registrato a giugno nell'indice mondiale dei responsabili degli acquisti riferito ai servizi aumenta il rischio di un deterioramento più generalizzato delle prospettive di crescita su scala mondiale.

La crescita delle importazioni mondiali è tornata in territorio positivo in aprile dopo quattro mesi di protratta flessione, ma permangono intense tensioni commerciali.

A maggio l'inflazione a livello mondiale è diminuita, principalmente per effetto di un indebolimento dei prezzi dei beni energetici.

In questo contesto, il Consiglio direttivo ha incaricato i comitati competenti dell'Eurosistema di valutare alcune possibilità, fra cui modalità di rafforzamento delle indicazioni prospettiche in merito ai tassi di interesse di riferimento, misure di attenuazione, quali l'elaborazione di un sistema a più livelli per la remunerazione delle riserve, e alcune possibili opzioni riguardanti la dimensione e la composizione di eventuali nuovi acquisti netti di attività.¹¹

Con tali premesse la BCE fa intendere che in prospettiva è più che determinata ad intervenire se le proiezioni sull'andamento dell'inflazione nel medio periodo continueranno a essere inferiori all'obiettivo prefissato.

¹¹ Bollettino economico BCE, n. 5 – 2019 <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2019/bol-eco-5-2019/index.html>

3.4. SCENARI FUTURI

Da quanto riportato appare tutt'altro che improbabile un nuovo e decisivo intervento della BCE.

L'interrogativo attorno al quale si concentrano i dibattiti più vivaci attiene alla ipotizzabilità di misure e target alternativi a quelli del QE1 soprattutto qualora si versasse nell'ipotesi di deflazione con i tassi di interessi già a zero.

Nel 2002 Ben Bernanke, che 4 anni dopo diventerà governatore della Federal Reserve, fornì in un suo intervento una risposta piuttosto incoraggiante.

Secondo l'economista, un'autorità monetaria ha infatti molte altre frecce al suo arco.

In un sistema di moneta fiduciaria, infatti, una banca centrale può sempre, almeno in teoria, iniettare inflazione nell'economia "stampando" banconote. Bernanke citò anche il caso limite ipotizzato dal Nobel per l'economia Milton Friedman, il cosiddetto "*helicopter money*".

L'*helicopter money* è una forma di stimolo di politica monetaria ideata dall'economista statunitense Milton Friedman, che scelse di utilizzare la metafora di un elicottero che lancia denaro contante.

Il punto è che l'idea è fondata su un aumento permanente dell'offerta di moneta, e non da un potenziamento temporaneo di emissioni obbligazionarie che alla fine devono essere ripagate.

Questo può essere ottenuto attraverso molte forme: QE abbinato ad un'espansione fiscale; trasferimenti diretti di denaro ai governi; o, l'opzione più radicale, trasferimenti monetari diretti alle famiglie tramite assegni, bonifici bancari o pagamenti pensionistici pubblici.

L'*helicopter money* è tornato di moda negli ultimi tempi alla luce dei deludenti risultati delle politiche ultraespansive delle principali banche centrali del mondo. In particolare, in Europa tassi di interesse a zero e acquisti di titoli per 80 miliardi di euro al mese non sono stati sinora sufficienti per dare slancio alla ripresa economica e per far ripartire l'inflazione.

Poco tempo fa Ray Dalio, numero uno di Bridgewater, il più grande hedge fund del mondo, ha auspicato che dopo una fase 1 e una fase 2 della politica monetaria di Francoforte si passi ad una fase 3 ancora più energica.

In pratica, bypassando il sistema del credito e fornendo direttamente ai consumatori i soldi per aumentare la spesa.

Anche Black Rock, una delle più grandi società di investimenti al mondo, in un recentissimo report¹² ne sostiene l'applicabilità e l'efficacia.

¹² Black Rock, "*Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination*", E. Bartsch J. Boivin S. Fischer P. Hildebrand - <https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-macro-perspectives-august-2019.pdf>

La premessa di questa proposta alternativa è che la politica monetaria ha quasi esaurito le sue potenzialità, visto che i tassi di interesse globali viaggiano ormai intorno allo zero o sotto.

Quanto alla politica fiscale messa in campo dai governi, nonostante in molti Paesi ci sia spazio e necessità di maggiori investimenti in infrastrutture, istruzione ed energia rinnovabile questi interventi difficilmente possono fornire uno stimolo in tempo utile visti gli alti livelli di debito e i tipici ritardi rispetto all'implementazione. Di qui la proposta che le banche centrali inizino a fornire direttamente a consumatori e al settore pubblico le risorse finanziarie, anziché sperare nel trasferimento del QE all'economia reale attraverso il canale delle banche commerciali.

La possibile soluzione descritta nel report prevede che il canale monetario e quello fiscale si coordinino attraverso uno strumento fiscale di emergenza con finanziamento monetario che verrebbe attivato dalla banca centrale ma utilizzato dalle autorità fiscali.

L'ammontare di risorse a disposizione sarebbe determinato dalla banca centrale e calibrato per raggiungere l'obiettivo di inflazione. L'idea è che questo nuovo fondo andrebbe chiuso appena raggiunto l'obiettivo di inflazione di medio termine.

Per l'Eurozona, visto il divieto di finanziamento monetario dei deficit pubblici e le restrizioni all'acquisto di titoli di Stato, l'opzione proposta comprende operazioni di finanziamento a lungo termine per le banche simili alle attuali TLTRO ma condizionate alla concessione di prestiti a ogni cittadino adulto.

Nessuna novità è invece prevista per il finanziamento degli Stati, già garantito dalla Banca europea per gli investimenti e da altre banche pubbliche.

L'iniziativa auspicata quindi consiste nell'attuazione dell'*helicopter money* da parte della BCE non destinata a banche e maggiori società dell'eurozona ma direttamente a favore delle famiglie, delle piccole e medie imprese e degli enti pubblici.

In tal senso sono state elaborate delle stime ipotetiche: 2,6 trilioni distribuiti ai 340 milioni di abitanti dell'eurozona (neonati e ultraottantenni compresi) avrebbero comportato che ogni abitante poteva percepire oltre 7650 euro, cioè circa 160 euro al mese per i 46 mesi del QE.

Ogni famiglia, considerando una media di 4 persone per famiglia, avrebbe ricevuto 640 euro in più al mese per poco meno di quattro anni.¹³

Per i sostenitori di questo programma, se i soldi fossero stati assegnati direttamente alle famiglie, alle imprese e agli stati per gli investimenti pubblici, invece che alle banche, la domanda aggregata (consumi, investimenti, spesa pubblica) e l'inflazione si sarebbero riprese subito e avrebbero trascinato immediatamente al rialzo la produzione e l'occupazione.

L'*Helicopter money* potrebbe essere considerato come il nuovo "*Whatever it takes*".

La distribuzione di un dividendo ai cittadini avrebbe sicuramente effetti su consumi e inflazione più diretti di quanto avvenga con il QE che si fonda invece sul canale di trasmissione bancario.

¹³ Enrico Grazzini "*Quantitative easing: un bilancio fallimentare*" Micromega - http://temi.repubblica.it/micromega-online/quantitative-easing-un-bilancio-fallimentare/?refresh_ce

La portata dirompente di tale proiezione non manca di incontrare posizioni nettamente avverse.

L'ex capo economista della Bce, Otmar Issing, ritiene che avrebbe un effetto devastante perché distruggerebbe la fiducia nella solidità della moneta.

E c'è chi fa notare che se l'*helicopter money* non fosse permanente molti cittadini potrebbero preferire il risparmio ai consumi o, per contro, se fosse speso tutto immediatamente, potrebbe provocare disordini e disequilibri nel sistema economico.

Il dibattito ad oggi può dirsi decisamente aperto.

Lo spettro di una nuova recessione all'orizzonte spaventa. Tra gli analisti la domanda non riguarda più il se ma il quando. E quando la bufera arriverà serviranno nuovi strumenti per contrastarla.

Fra tante ipotesi e dichiarazioni ultima e non ultima quella del presidente della BCE Mario Draghi durante la conferenza stampa della BCE del marzo 2019, in cui ha definito l'*Helicopter Money* "uno strumento interessante", ma ha tenuto a specificare che la BCE non ne ha ancora mai discusso.

CONCLUSIONI

Dando per scontato un nuovo QE con caratteristiche simili a quello che lo ha preceduto, l'euro rimarrà una moneta incompleta, una moneta strutturalmente fragile di fronte ai venti della crisi.

Del resto probabilmente la BCE non poteva fare molto meglio di quanto è riuscita a fare, essa è infatti una banca centrale dimezzata. A differenza di tutte le altre banche centrali in base al suo Statuto non può aiutare gli stati in difficoltà stampando moneta per monetizzare il loro debito pubblico, non può intervenire neppure in caso di attacco speculativo, non può intervenire neppure come prestatore di ultima istanza per quelle banche in forte crisi di liquidità.

Inoltre ha come compito statutario principale quello di combattere l'inflazione, ma non quello di alimentare lo sviluppo e la piena occupazione.

Quindi la BCE ha per Statuto le mani legate, soprattutto se invece dell'inflazione deve combattere la deflazione con manovre espansive.

Infine, nei sistemi monetari moderni le banche centrali non hanno il potere di aumentare direttamente la quantità di moneta (e quindi la domanda e l'inflazione) che circola nell'economia reale. Questo potere è invece proprio delle banche commerciali.

In teoria infatti le banche commerciali possono emettere, attraverso i prestiti alle imprese ed ai privati, tutta la moneta che vogliono. In realtà questo non avviene perché la domanda di nuovi prestiti è limitata perché è limitata la capacità di restituirli con gli interessi. Le banche non vogliono correre dei rischi aumentando i

prestiti ad una economia appesantita dai crediti deteriorati e dai debiti, e che stenta a decollare.

All'eurozona occorrerebbero delle riforme sostanziali, delle modifiche ai trattati europei, a partire da quello di Maastricht. Ma è difficile, per non dire impossibile, che tali riforme vengano attuate, che le politiche di austerità vengano rovesciate, e che la “moneta incompiuta” possa in futuro completarsi sul piano fiscale e politico. Il successore di Mario Draghi, farà politiche di *helicopter money* a favore dei principali attori dell'economia reale, famiglie, enti pubblici e piccole e medie imprese?

La gente spenderebbe i soldi “regalati” dalla BCE?

Molti economisti su questo non hanno certezze e anche se il denaro accreditato sui conti venisse in buona parte speso, l'inflazione ripartirebbe, ma solo per la durata dell'*helicopter money*. Finita la “droga” degli stimoli si tornerebbe al punto di partenza. Difficile insomma che un'economia possa crescere senza veri investimenti in infrastrutture.

Se quindi anche l'*helicopter money* rischierrebbe di non avere l'effetto sperato, allora, sostengono molti economisti, la soluzione al problema va cercata in un miglioramento della cooperazione e della coordinazione tra le politiche monetarie e fiscali.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

- E. BARTSCH J. BOIVIN S. FISCHER P. HILDEBRAND, *Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination*, Black Rock, 2019,
<https://www.blackrock.com/us/individual/literature/whitepaper/bii-macro-perspectives-august-2019.pdf>
- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Asset purchase programmes*, Francoforte sul Meno, 2018,
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- BANCA CENTRALE EUROPEA, *Bollettino economico BCE, n. 4 – 2019*
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2019/bol-eco-4-2019/index.html>
- BANK OF ENGLAND, *Quantitative Easing Explained*, Public Information & Enquiries Group, London, 2014,
<http://www.socscistaff.bham.ac.uk/sinclair/Quantitative%20easing%20explained.pdf>
- BANK OF JAPAN, *Introduction of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing*, Tokio, 2013,
https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf
- O. BLUNCHARD, A. AMIGHINI, F. GIAVAZZI, *Macroeconomia, una prospettiva europea*, Il Mulino, Bologna, 2016
- V. DE MOLLI, M. SARTORI, S. LELLI, R. M. BARCHIESI, D. BEGNOZZI, *La fine del Quantitative Easing in Europa e impatti sull'Italia*, THE EUROPEAN HOUSE AMBROSETTI, 2019, pagg. 68-93
- G. DI GIORGIO, *Economia e politica monetaria*, CEDAM, Padova, 2016, pp. 93-146
- O. DORNBUSCH, S. FISCHER, R. SCARTZ, G. CANULLO, P. PETTENARI, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2014, pp. 413-439

- FEDERAL RESERVE BANK, *FOMC statement 16 Dic 2008*, Washington D.C., 2008
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20081216.htm>
- FEDERAL RESERVE BANK, *FOMC statement 03 Nov 2010*, Washington D.C., 2010, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20101103.htm>
- FEDERAL RESERVE BANK, *FOMC statement 13 Set 2012*, Washington D.C., 2012, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20120913.htm>
- E. GRAZZINI, *Quantitative easing: un bilancio fallimentare*, Micromega-Online, 2019, http://temi.repubblica.it/micromega-online/quantitative-easing-un-bilancio-fallimentare/?refresh_ce
- M. MCLEAY, A. RADIA, R. THOMAS, *Money creation in the modern economy*, “Bank of England Quarterly Bulletin”, 2014 Q1
- MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Aggiornamento del Quadro Macroeconomico e di Finanza Pubblica*” Dicembre 2018
- G. SALERNO ALETTA, *Bce, tanti soldi e pochi risultati. Un Qe senza strategia*, “Starmag”, 27 Dicembre 2018