

## La breccia nel Muro. La BCE alla prova del Quantitative Easing

di Roberto Tamborini  
09 febbraio 2015

Il 21 gennaio Ã ufficialmente iniziato il programma di "Quantitative Easing" da parte della Banca centrale europea, e con esso Ã terminato il regime di "austeritÃ monetaria" della Zona Euro. L'annuncio ha suscitato vasta approvazione al di fuori della Germania. Ma di cosa si tratta veramente? Timori e critiche tedesche sono giustificate? AvrÃ gli effetti sperati in favore della ripresa economica?

Cos'Ã il QE?

QE Ã un termine introdotto nel gergo bancario dalla Riserva federale americana in occasione della sua prima ondata di "politiche monetarie non convenzionali" tra 2008 e 2009. Non Ã facile tradurlo in italiano, ma si potrebbe dire "espansione quantitativa dell'offerta di moneta". Si tratta di operazioni di vario genere che hanno in comune l'effetto di creare moneta mettendola direttamente sui conti delle banche affinchÃ queste la trasformino in finanziamenti al resto dell'economia.

Per farlo, la banca centrale compra dalle banche stesse, al prezzo di mercato, un certo ammontare prefissato di titoli che esse posseggono (i famosi 60 miliardi di euro al mese). Infatti, per definizione contabile, ogni euro che esce dalla cassa di Francoforte ed entra in quella di un banca crea moneta (o meglio una sua componente detta "base monetaria"). Di conseguenza, aumenta pro tanto il valore del bilancio patrimoniale della banca centrale (il valore dei titoli comprati ne fa aumentare l'attivo, il controvalore depositato sul conto della banca venditrice ne fa aumentare il passivo). Per questo, gli obiettivi di QE della BCE sono talvolta riferiti dalla stampa in termini di un dato incremento del suo bilancio patrimoniale, riguardato tra i 2000 e 2500 miliardi. PerchÃ il QE?

La BCE Ã l'ultima

delle maggiori banche centrali ad adottare un programma di QE. Il QE Ã considerato un tipo d'intervento non convenzionale e di natura eccezionale in considerazione del fatto che il modus operandi convenzionale delle banche centrali non Ã questo. Oggi infatti la politica monetaria si attua attraverso il controllo dei tassi d'interesse, lungo una catena (il cosiddetto "meccanismo di trasmissione") che lega quello fissato dalla banca centrale per il finanziamento delle banche, a quelli praticati dalle banche alla clientela, fino a quelli che si stabiliscono nei mercati finanziari (per esempio per i titoli del debito pubblico).

E' proprio questo

meccanismo che si Ã inceppato dopo gli eventi del 2008-09. La prima misura per contrastare la crisi da parte di tutte le banche centrali Ã stata di portare quasi a zero i tassi ufficiali, senza perchÃ ottenere effetti apprezzabili sulla creazione di credito e sull'andamento di consumi e investimenti. E' il famoso problema per cui possiamo portare il cavallo alla fontana, ma non possiamo obbligarlo a bere. La ragioni sono molteplici e complesse. Il cavallo non beve perchÃ per via della crisi economica crolla la domanda di credito.

Ma sono anche le banche a tagliare l'offerta

di credito, perchÃ Ã diventato troppo rischioso e desiderano prima di tutto mettere in sicurezza i propri bilanci, aumentando gli impieghi piÃ sicuri e liquidi. Per questo si parla anche di "trappola della liquiditÃ". La recente riforma del sistema bancario europeo, la cosiddetta Unione bancaria, ha comportato una severa revisione dei bilanci degli istituti di credito, e questo ha certamente contribuito ad aggravare la trappola della liquiditÃ.

Ecco allora che

col QE la banca centrale immette direttamente piÃ¹ moneta nel sistema nel modo spiegato prima. Con queste operazioni, essa si propone d'intervenire anche sulla trappola della liquiditÃ  in cui sono cadute le banche, in quanto i titoli che essa compra dalle medesime sono generalmente rischiosi, perciÃ² le banche, nello stesso tempo, ripuliscono i loro bilanci, e viene rimosso un ostacolo importante per riaprire i rubinetti del credito per l'economia. PerchÃ© no per la Zona Europa? Il fronte

contrario al QE della BCE, che come noto Ã¨ guidato dalla Bundesbank e da influenti economisti e politici tedeschi, utilizza due ordini di argomenti. Il primo Ã¨ che non ci sono ancora tutte le condizioni necessarie per questo tipo d'intervento straordinario. Il secondo Ã¨ la sua legittimitÃ  giuridica in base ai Trattati dell'Unione monetaria.

Quanto al primo

punto: di quali condizioni si parla? Dipende dal "mandato" della banca centrale. Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone le banche centrali hanno giÃ  effettuato massicce dosi di QE perchÃ© ritengono loro dovere intervenire quando prodotto lordo, occupazione, e prezzi hanno un andamento negativo e non danno segni di ripresa. La BCE invece deve dare prioritÃ  all'inflazione. PerciÃ² Draghi, a differenza di Janet Yellen della Fed, non puÃ² dire che il QE sarÃ  necessario fino a quando la disoccupazione (che oggi in Europa staziona sopra il 10%) tornerÃ  a livelli normali (diciamo tra 4% e 5%). Nella dottrina di Maastricht la disoccupazione Ã¨ esclusivamente un problema del mercato del lavoro di ciascun paese. Draghi, per attivare il QE, ha dovuto aspettare che la recessione portasse l'inflazione molto al di sotto del suo obiettivo medio annuale (il famoso 2%) e che puntasse addirittura in territorio negativo (cioÃ¨ la deflazione di cui tutti parlano con allarme). La Bundesbank contesta questa diagnosi, sostenendo che il forte rallentamento dell'inflazione media della ZE potrebbe essere dovuta a fattori contingenti e di breve durata, in particolare il crollo del prezzo del greggio. Questo argomento non Ã¨ particolarmente robusto. L'inflazione della ZE sta scendendo sotto il 2% dall'inizio del 2013, ben prima del prezzo del greggio, e ora Ã¨ meno dell'1%. Tutti gli osservatori internazionali sono concordi nel ritenere che la ZE abbia un serio rischio di deflazione (e in alcuni paesi c'Ã¨ giÃ , tra cui il nostro), la quale crea piÃ¹ danni che benefici quando l'economia va male.

Ben piÃ¹ seria e

grave Ã¨ la contestazione della legittimitÃ  giuridica del QE, contestazione che Ã¨ stata portata al livello della Corte costituzionale tedesca. Questa ha girato il quesito alla Corte di giustizia europea, ma si riserva poi di sentenziare in proprio in base all'ordinamento tedesco. Dunque, sebbene il Procuratore generale europeo abbia dato un parere favorevole, la partita non Ã¨ chiusa, e il QE potrebbe essere giudicato illegittimo dalla suprema corte tedesca. Il punto riguarda essenzialmente il fatto che il QE comprenderÃ  titoli del debito pubblico dei diversi Stati membri dell'Unione monetaria. Notate che i titoli del debito pubblico sono una componente importante di tutte le operazioni di QE in quanto essi costituiscono un veicolo fondamentale delle transazioni tra banca centrale e sistema bancario. Ma nella ZE ci sono tre argomenti contrari. Il primo Ã¨ che il Trattato di Maastricht vieta espressamente il finanziamento dei singoli Stati da parte della BCE. Il secondo Ã¨ che se la BCE compra titoli di Stato rischiosi, essa puÃ² fare perdite che si scaricano sui suoi "azionisti", che sono i governi degli Stati membri e quindi i loro contribuenti. Il terzo Ã¨ che, quindi, la BCE va a interferire con la politica fiscale in quanto, indirettamente, trasferisce soldi dei contribuenti dei paesi virtuosi a quelli dei paesi viziosi. Vediamo brevemente ciascun argomento.

Il primo Ã¨ il piÃ¹

debole, in quanto la BCE non comprerÃ  titoli di Stato all'emissione, ma dalle banche che li hanno in bilancio. Quindi non finanzierÃ  direttamente gli Stati. Si obietta che perÃ² la BCE dÃ  comunque una mano agli Stati indebitati perchÃ© grazie ai suoi acquisiti il tasso d'interesse sul debito sarÃ  piÃ¹ basso di

quello "giusto" del libero mercato. Tolto di mezzo il bastone dello spread, i governi non avranno più la pressione per attuare le riforme economiche e ridurre il debito. Tuttavia si tratta con evidenza di obiezioni ipotetiche e congetturali, e che soprattutto si scontrano col fatto che ogni banca centrale è costitutivamente un market maker, cioè interviene nel mercato precisamente col potere e con lo scopo di determinare prezzi dei titoli e tassi d'interesse (di tutti i titoli, non solo quelli pubblici) che ritiene confacenti alla condotta della politica monetaria.

Gli altri due

argomenti sono più subdoli e, soprattutto, fanno molta presa sull'opinione pubblica. Ma anche per essi la solidità è apparente che reale, e infatti esemplificano una sorta di "rigorismo populista" che aleggia da tempo sul Nord della ZE, e che non è meno pernicioso del populismo di segno opposto che aleggia sul Sud. Prima di tutto è utile sapere che esiste da sempre una controversia riguardante questa domanda: quando la banca centrale compra un titolo rischioso, assume il rischio oppure lo distrugge? Il fatto è che la banca centrale non è una banca come tutte le altre per la fondamentale ragione che ha il potere esclusivo di produrre i propri mezzi di pagamento: in buona sostanza, la banca centrale non ha debiti finanziari e non può fallire. Il suo capitale di dotazione conferito dagli Stati membri crea un rapporto azionario più virtuale che effettivo. Infatti, per fare i suoi acquisti la BCE non prende a prestito da nessuno né deve fare un aumento di capitale: crea moneta, come abbiamo visto. Se poi ad esempio la Grecia cesserà di pagare gli interessi sul suo debito, la BCE cesserà di trasferirli agli altri Stati membri pro quota. Più che di perdita si tratterebbe di mancato guadagno, senza dimenticare due "dettagli". Primo, i contribuenti degli altri Stati non sborseranno un euro per comprare i titoli greci (Attenzione a non fare confusione tra gli acquisti della BCE e gli aiuti diretti tra Stati attraverso altri programmi). Secondo, finora la Grecia ha pagato congrui interessi alla BCE che sono già finiti nelle casse degli altri Stati membri. Nello scenario estremo di ripudio totale del debito (riduzione dell'attivo di bilancio), la BCE lo può assorbire distruggendo base monetaria (riduzione del passivo), senza intaccare il capitale proprio, di cui, ripetiamo, non ha alcun bisogno effettivo per operare. Dunque, tornando alla controversa domanda iniziale, quando la banca centrale compra un titolo rischioso, essa distrugge il rischio, o quanto meno, proprio grazie alla "manipolazione del mercato" che le viene contestata, lo riduce drasticamente, per sé e per tutto il mercato. In verità essa è l'unica istituzione economica dotata di questo straordinario potere, e se ne ripercorriamo la storia, comprendiamo che essa è stata creata proprio con questo scopo.

Tutti i membri

della BCE sanno perfettamente queste cose, ma Draghi ha dovuto sedare le ubbie politiche del rigorismo populista rappresentato nel board della BCE escogitando il bizantino sistema di acquistare i titoli di tutti gli Stati in proporzione alla quota di capitale di ciascuno, e di contabilizzarne a Francoforte solo il 20% e il restante sulla rispettiva banca centrale nazionale. Si tratta di un mero artificio contabile, che ha però alcuni risvolti negativi che peggiorano ulteriormente l'assetto istituzionale dell'Unione monetaria e possono indebolire l'efficacia dell'intera operazione. Funzionerà?

La risposta è

incerta. Gli studiosi che hanno esaminato le esperienze precedenti di QE hanno raggiunto conclusioni contrastanti. In ogni caso, contano molto le cosiddette "condizioni di contorno", cioè il contesto economico in cui si svolgerà il QE. Come ha dichiarato Draghi nella conferenza mondiale di Jackson Hole l'estate scorsa, l'efficacia sarà maggiore se vi sarà sostegno alla domanda aggregata anche da parte della politica fiscale e di una svalutazione dell'euro rispetto alle principali valute. Quest'ultima condizione si sta realizzando. La prima è ancora oggetto di negoziati molto problematici tra i governi, e c'è chi ha paventato che la Germania, in cambio del QE, potrebbe chiedere più rigore

fiscale, non meno (W. Munchau sul Financial Times). Inoltre la BCE deve mantenere il radar fisso sull'inflazione, la quale potrebbe tornare a crescere prima che ci sia una decisa ripresa economica.

Il punto chiave

tuttavia Ã" se il QE rimetterÃ in moto il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, tirando le banche fuori dalla trappola della liquiditÃ . La distruzione di rischio che, come abbiamo visto, verrÃ prodotta dal QE va nella direzione giusta, ma uno stato complessivo del sistema bancario europeo ancora precario, esigenze di ricapitalizzazione elevate, e una diffusa avversione al rischio sono ostacoli che non sarÃ semplice abbattere.