



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

# **QUANTITATIVE EASING IN EUROPA: FUNZIONAMENTO ED EFFETTI PER L'ECONOMIA ITALIA**

***Talamo Giuseppina***

*Ricercatore Confermato in Economia Politica, presso la Facoltà di Scienze  
Economiche e Giuridiche, Università degli Studi di Enna "Kore"*

***Di Stefano Ferdinando***

*Master Student in Accounting and Auditing, Università Cattolica del Sacro  
Cuore di Milano*

**ABSTRACT:** *Il lavoro si pone l'obiettivo di presentare ed approfondire le caratteristiche, il funzionamento e gli effetti della politica monetaria non convenzionale denominata Quantitative Easing (QE). Attraverso tale politica la Banca Centrale acquista direttamente sul mercato secondario titoli e strumenti finanziari immettendo nuova moneta. I titoli acquistati sono di varia natura: non solo titoli di stato, ma anche obbligazioni societarie. Attraverso tali acquisti la banca centrale cerca di ridurre fin quasi ad annullare appiattire verso lo 0 tutti i tassi di interesse, fornendo così uno stimolo forte all'attività economica. Questa politica è stata adottata per la prima volta alla fine degli anni '90, quando il Giappone ha attraversato una delle più gravi crisi che i Paesi avanzati abbiano mai visto nella loro storia recente. I benefici registrati dall'economia nipponica a seguito dell'implementazione del QE sono stati di particolare rilievo. La crisi finanziaria globale iniziata nel 2007 ha causato un aumento vertiginoso del debito sovrano nelle economie avanzate. L'aumento del debito sovrano, accumulatosi già nei decenni precedenti, e la preoccupazione crescente riguardo al possibile default degli Stati coinvolti, ha messo in moto una serie di riflessioni relative alla soluzione di tale problema. Da qui la decisione degli Stati Uniti d'America, successivamente del Regno Unito ed infine del resto d'Europa di adottare tale strumento. Tuttavia mentre per le altre economie avanzate è possibile esprimere un giudizio in merito al funzionamento ed ai risultati ottenuti con l'adozione di tale politica, per l'Europa è ancora presto per esprimere un analogo giudizio. Si cercherà a conclusione di questo elaborato di fornire una panoramica dei principali effetti finora riscontrati per l'economia italiana, dall'introduzione nel Marzo 2015 del programma QE.*

**PAROLE CHIAVE:** *crisi, politiche monetarie, crescita*

## **1. Introduzione**

La crisi economico-finanziaria iniziata nel 2007 può ricondursi a tre cause fondamentali: una politica monetaria accomodante, attuata negli anni 2000 dalle banche centrali che hanno favorito un aumento del credito e dell'indebitamento privato e alimentato, in molti paesi, da una bolla immobiliare (es. mutui *subprime*); forti squilibri macroeconomici



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

internazionali; un uso diffuso, da parte di banche ed intermediari, di strumenti finanziari innovativi e rischiosi, i cui effetti negativi sono stati accentuati dalle carenze nei sistemi di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari, che non sono stati in grado di limitarne la diffusione. A seguito della crisi, quelle che erano le caratteristiche proprie del processo di globalizzazione, sono emerse mostrando soprattutto il forte livello di integrazione tra Paesi ma anche una fragilità allarmante. La crisi, in quanto ha coinvolto paesi avanzati e paesi emergenti, ha investito un contesto economico altamente integrato e ha colpito in particolare l'industria e gli scambi commerciali. Le conseguenze della recessione si sono manifestate ovunque con un aumento della disoccupazione, una riduzione dell'inflazione e un peggioramento dei conti pubblici. La prima risposta alla crisi finanziaria non è stata univoca e non è stata la stessa da parte delle principali economie avanzate. Se da un lato, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, si sono fin da subito adottate politiche monetarie espansive, in Europa, invece, la prima risposta alla crisi è stata l'adozione di politiche di austerità. Ad oggi, le conseguenze derivanti da tali politiche, sono state opposte a quelle auspicate. Si è pertanto resa necessaria, anche in Europa, l'adozione di politiche monetarie espansive fortemente volute e promosse dalla BCE. Sin dal 2012, la Banca Centrale Europea (BCE) si pone come proponente del risanamento dell'economia comunitaria, attraverso il Programma *Outright Monetary Transactions* (OMT) con il quale si impegna ad acquistare sul mercato secondario obbligazioni sovrane. L'introduzione dell'OMT è stato il vero punto di svolta nella crisi del debito sovrano. La validità del programma è, sin da subito, testimoniata dai risultati positivi registrati successivamente alla sua attuazione. Nel 2015 il programma OMT confluisce nel programma *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) definito anche *Quantitative Easing* Europeo (QE). Le principali novità di questo programma rispetto al programma OMT riguardano la possibilità in capo la BCE di acquistare anche portafogli di attività private, in particolare ABS e *covered bond*. Attraverso il QE la Banca Centrale crea nuovo denaro per acquistare programmaticamente titoli finanziari attraverso operazioni di mercato aperto, immettendo così liquidità nel sistema.

I principali obiettivi che il QE si pone sono:



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

- notevole abbassamento dei tassi di interesse per permettere alle banche commerciali un basso costo sulla liquidità, con conseguente abbassamento dei tassi di interesse su mutui e prestiti erogati ad imprese e famiglie;

- generare un maggior tasso di inflazione, e stabilizzarlo intorno al 2%;
- svalutazione della moneta, per consentire una maggior competitività dei beni di esportazione.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. Nel paragrafo 2 sono presentate le principali caratteristiche della politica del *Quantitative Easing*. Nel terzo paragrafo il focus dell'analisi si concentra sulle dinamiche economiche Europee. Si procede presentando una ricostruzione storica, dal 2013 al 2016, delle principali decisioni di politica monetaria assunte dalla Banca Centrale Europea. Nel medesimo intervallo di tempo si analizzano le variazioni subite dalle principali variabili macroeconomiche Europee: tasso di crescita; rapporto tra debito pubblico e PIL; tasso di inflazione; tasso di Disoccupazione; saldo della bilancia commerciale, attraverso cui si mette in luce la differenza fra le importazioni e le esportazioni; ammontare dell'attivo del bilancio consolidato della BCE, dal quale è possibile analizzare la dinamica degli acquisti di attività finanziarie da parte della Banca Centrale. Nel quarto paragrafo si analizza, in maniera dettagliata, il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria del QE e gli effetti "potenziali" di tale politica sull'economia Europea ed in particolare su quella Italiana. Infine, il paragrafo quinto contiene alcune considerazioni conclusive.

## **2. Definizione di *Quantitative Easing***

Per *Quantitative Easing* (QE) si intende una particolare politica monetaria non convenzionale, attraverso cui le banche centrali iniettano nuova quantità di moneta all'interno del sistema finanziario. Il ricorso a politiche monetarie non convenzionali si rende necessario nel momento in cui l'adozione di usuali politiche monetarie espansive non è in grado di stimolare l'attività economica a causa del basso livello del tasso di interesse nominale. Essa può esser fatta rientrare nelle politiche monetarie c.d. ultra-espansive, in quanto prevede un notevole abbassamento dei tassi di interesse per permettere alle banche commerciali un basso



costo sulla liquidità, con conseguente abbassamento dei tassi di interesse su mutui e prestiti erogati ad imprese e famiglie. Con il QE la Banca Centrale acquista direttamente sul mercato secondario titoli e strumenti finanziari immettendo nuova moneta. I titoli acquistati sono di varia natura: non solo titoli di stato, ma anche obbligazioni societarie. Attraverso tali acquisti la Banca Centrale cerca di appiattire verso lo 0 tutti i tassi di interesse fornendo così uno stimolo deciso all'attività economica. Una politica monetaria ultra-espansiva come il QE ha tra i suoi obiettivi quello di generare un maggior tasso di inflazione, obiettivo che date le circostanze congiunturali della odierna crisi, non assume un'accezione negativa, anzi permette di contrastare l'attuale periodo di deflazione. L'Euro Zona dalla fine del 2014 ha fatto registrare tassi di inflazione prossimi allo zero o negativi<sup>1</sup>. Se nel breve periodo una leggera deflazione si traduce in un aumento del potere d'acquisto, una esposizione prolungata ad un tasso di inflazione negativo comporta una diminuzione dei salari e dei redditi, a causa dei minor introiti delle imprese dovuti alla riduzione dei prezzi. Un'altra conseguenza del QE è quella della svalutazione della moneta. Attraverso la svalutazione monetaria i beni di esportazione costeranno meno, cosa positiva per fare aumentare il livello di competitività, seppur a scapito di un minore potere d'acquisto. Considerando la dinamica del rapporto di cambio Euro Dollaro dal 2014<sup>2</sup> al 2016<sup>3</sup>, l'Euro ha subito una svalutazione in confronto al dollaro di oltre 20 pt base. Per quanto riguarda il funzionamento del programma QE, esso si divide in 2 step:

1. Acquistando titoli la Banca Centrale fa aumentare la domanda di questi ultimi e ciò provoca quindi un calo del loro tasso di rendimento. Nel caso di acquisto di titoli di Stato ciò comporta che i paesi che li hanno emessi subiscono un minor interesse sul debito e possono quindi ottenere finanziamento senza pagare il prezzo di tassi eccessivamente alti.

2. Acquistando titoli dagli istituti di credito questi ultimi ricevono liquidità che possono mettere a disposizione per prestiti a consumatori ed imprese, stimolando così consumo ed investimento con conseguente aumento del tasso di crescita dell'economia. É

---

<sup>1</sup> Il peggior dato riferibile al tasso di inflazione dell'Euro zona è -0,70% registrato a Gennaio 2015.

<sup>2</sup> Tasso di cambio EUR/USD al 15/06/2014: 1,3570.

<sup>3</sup> Tasso di cambio EUR/USD al 15/06/2016: 1,1223.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

inoltre ipotizzabile che la maggiore ricchezza porti gli individui ad investire in *asset* più rischiosi ma al tempo stesso potenzialmente più remunerativi. (come ad esempio *covered bond* e ABS).

Tuttavia è possibile che il meccanismo di trasmissione può condurre ad effetti per certi versi opposti a quelli auspicati. Quando il tasso di interesse è uguale a zero per gli individui è indifferente la scelta tra il tenere la loro ricchezza in forma di moneta o in forma di titoli. La ragione di tale indifferenza è da ricercarsi nel fatto che sia moneta sia titoli pagano lo stesso tasso di interesse, nominalmente zero. Quando il tasso di interesse è uguale a zero, l'economia rischia di cadere nella trappola della liquidità: la Banca Centrale può aumentare la liquidità, ma questa non è in grado di stimolare né l'input né l'output dell'economia. Per evitare tale condizione le banche centrali riducono ulteriormente i loro tassi di interesse sui depositi rendendoli negativi. I tassi negativi di interesse spingono di fatto le banche a fare nuovi prestiti a prescindere dalla domanda effettiva di credito. Politiche non convenzionali come il QE sono supportate dagli economisti facenti capo alla scuola neo keynesiana. Al contrario, è stata criticata sia da monetaristi che da nuovi macroeconomisti classici come TAYLOR. Secondo TAYLOR bisognerebbe limitare gli interventi della Banca Centrale a sostegno dell'economia in situazioni di crisi, invocando il ritorno ad un più stringente controllo dell'aggregato monetario. Allorché il tasso di interesse è particolarmente basso la Banca Centrale non può continuare a immettere liquidità. Secondo la regola di TAYLOR elaborata nel 1993, una banca centrale alza (abbassa) i tassi d'interesse se si aspetta che l'inflazione e il reddito saranno al di sopra (al di sotto) del livello obiettivo. Più specificamente, il tasso d'interesse deve salire più di un punto percentuale per ogni aumento di un punto della differenza tra l'inflazione effettiva e quella programmata e deve scendere dello 0,5% per ogni movimento di un punto della differenza tra il prodotto interno lordo effettivo e quello previsto. Tale regola applicata alla crisi odierna trova tuttavia non pochi limiti. KRUGMAN, nel 2009, al picco della recessione globale, ha, infatti, stimato che se si fosse applicata la regola di TAYLOR, per gli Stati Uniti, dati i livelli di inflazione e reddito, la *Federal Reserve* avrebbe dovuto assicurare un tasso di interesse nominale eccessivamente negativo.



Le principali critiche mosse al QE riguardano i possibili effetti negativi che possono derivare dall'adozione di questa politica.

1. Un primo aspetto negativo riguarda la possibilità che il QE crei una bolla nel mercato dei titoli *commodities*, come il petrolio, il gas naturale, oro e metalli preziosi, risorse agricole, ecc. Tale possibilità ha un effetto negativo sulle aspettative dei risparmiatori. Se osserviamo, infatti, l'andamento del prezzo del petrolio dal 2014<sup>4</sup> al 2016<sup>5</sup> è calato di oltre il 60%. Un calo così consistente è dovuto principalmente a tre cause: la stagnazione della domanda mondiale, l'aspettativa di un aumento dei tassi di interesse nominali applicati dalla FED, ma soprattutto dalla speculazione dovuta ad un tasso Eur/Usd debole. Le *commodities*, infatti, sono quotate in dollari. Per cui, un incremento del tasso di cambio del dollaro si traduce quasi automaticamente in un calo del prezzo (in dollari) delle *commodities*. Inoltre gli investitori finanziari vendono *commodities* quando si aspettano un apprezzamento del dollaro, perché le *commodities* rappresentano un'assicurazione contro la svalutazione del dollaro, essendo inversamente proporzionali al valore dello stesso.

2. Un secondo aspetto negativo è dato dal rischio di un eccessivo deprezzamento del tasso di cambio, che potrebbe indurre i detentori di ricchezza nazionale ad acquistare attività estere, a scapito di quelle nazionali.

3. Un ulteriore elemento che potrebbe minare l'efficacia del QE è correlato al caos valutario che si è venuto a creare in seguito alle manovre di svalutazione dello yuan effettuate dal governo cinese. Tale manovra ha avuto ripercussioni deficitarie nella bilancia dei pagamenti statunitense, principale partner economico della Cina. Il deprezzamento del dollaro a sua volta ha ripercussioni negative sulle esportazioni Europee. In questo contesto un tale effetto aggiunge tensioni economiche internazionali.

### **3. Il *Quantitative Easing* in Europa**

Il focus principale di questo elaborato si riferisce al programma *Quantitative Easing* adottato dalla Banca Centrale Europea a partire da marzo 2015. Rispetto ai programmi QE di

---

<sup>4</sup> Valore del Brent Crude Oil al 16/06/2014: 114,3.

<sup>5</sup> Valore del Brent Crude Oil al 16/06/2016: 48,3.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

FED BOI e BOJ, esso presenta alcune peculiarità. *In primis*, occorre sottolineare che rispetto alle altre banche centrali la BCE per statuto prevede l'astensione dal perseguire azioni che influenzino direttamente le politiche monetarie degli stati membri, avendo come obiettivo principale quello della stabilità dei prezzi. Tuttavia la recente crisi finanziaria, che in Europa prende i connotati di crisi del debito sovrano, davanti l'incapacità degli stati membri nel far fronte agli squilibri economici, la BCE attraverso programmi di espansione monetaria è riuscita ad imporsi come trainante nel contrasto alla crisi assumendo il ruolo prestatore di ultima istanza nei confronti degli stessi. Con questo ruolo si è fatta portatrice di una politica monetaria e fiscale comune tra gli stati dell'Euro zona.

Questo ruolo è stato fortemente voluto dal presidente della BCE Mario Draghi che il 26 luglio 2012, intervenendo alla *Global Investment Conference* a Londra, ha pronunciato la famosa frase:

(EN)	(IT)
« <i>Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough</i> »	« <i>Nell'ambito del suo mandato, la BCE è pronta a salvaguardare l'euro con ogni mezzo. E credetemi, sarà sufficiente</i> »

(Mario Draghi, 26 luglio 2012).

Forte della quale durante la riunione mensile del Consiglio direttivo dedicato alle decisioni di politica monetaria, al fine di preservare l'Euro e la UEM, ha delineato le linee guida del programma *Outright Monetary Transactions* (OMT), destinato all'acquisto di obbligazioni sovrane<sup>6</sup>. Con l'introduzione del programma OMT la BCE si impegna ad acquistare sul mercato secondario obbligazioni sovrane con durata residua da uno a tre anni da detenere fino alla scadenza. Questo programma è identificabile come il primo e significativo punto di svolta nella crisi nell'area Euro. A testimonianza dei risultati positivi ottenuti dall'introduzione del programma possiamo considerare, ad esempio, il saggio di

---

<sup>6</sup> Le obbligazioni sovrane rappresentano i titoli del debito pubblico, ovvero titoli di debito emessi da un governo per finanziare il fabbisogno statale. Nelle economie avanzate vengono comunemente assimilati a titoli privi di rischio (*risk free*) per via del limitato rischio di insolvenza dell'emittente.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

rendimento delle obbligazioni sovrane greche con maturità residua 10 anni che, nel luglio 2012 era pari al 25,8%, e che esattamente un anno dopo era del 10,5%, mostrando così un notevole miglioramento delle condizioni economiche e una minore esposizione al rischio di insolvenza e della Grecia. Persistendo, però, condizioni di forte stagnazione, e prospettandosi un serio rischio di deflazione, nel corso del 2014 la BCE ha considerato con sempre maggiore forza la possibilità di iniettare liquidità nel circuito economico europeo. Questo dapprima si è verificato con l'implementazione, decisa a Giugno 2014, di un piano di TLTRO (*Targeted long term refinancing operation*). Tale programma prevedeva delle aste mediante le quali venivano erogati prestiti quadriennali alle banche dell'Eurozona con rendimento poco superiore al quello del tasso di riferimento. L'unica condizione per ricevere questi prestiti era di utilizzare il denaro per sostenere il credito alle piccole e medie imprese del settore non finanziario (dell'economia reale). I risultati del piano TLTRO sono stati minori delle attese. L'ammontare di richieste delle banche in occasione della prima delle due operazioni TLTRO è stato, infatti, di importo limitato: 82,6 mld di Euro, rispetto a stime che andavano dai 100 ai 300 mld di Euro. Le cause di tale insuccesso sono principalmente riconducibili a:

- la pubblicazione degli esiti degli *stress test* sulle principali banche europee e degli *asset quality review*, in concomitanza delle aste, ha distolto le banche da ulteriore richiesta di fondi;
- scarsa propensione da parte delle imprese ad effettuare investimenti, e delle famiglie a contrarre prestiti o mutui.

Nell'ottobre del 2014 la BCE decide di iniettare più liquidità nel circuito economico acquistando, oltre ai titoli sovrani, anche obbligazioni emesse da società per azioni private a prevalente partecipazione pubblica, intervenendo in questo modo massicciamente nell'economia reale. Analizzando il caso Italia, è possibile notare come sono oggetto di acquisto obbligazioni di Cdp, Snam, Terna, Enel, Ferrovie. Dopo queste prime fasi di definizione del background politico economico europeo, è annunciato il programma *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) definito anche *Quantitative Easing Europeo*. I mercati reagiscono a questa notizia inaspettata con una flessione del cambio EURUSD e un





Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

apprezzamento dei titoli di Stato, in particolare quelli periferici<sup>7</sup>, con conseguente calo dei rendimenti sotto il -0,20% del tasso sui depositi delle banche presso la BCE stessa.

Tra le principali novità introdotte dal QE troviamo<sup>8</sup>:

- la riduzione dei tassi ufficiali: il tasso sulle principali operazioni di rifinanziamento è azzerato e quello sui depositi è posto ad un valore negativo;

- i titoli di debito pubblico degli stati membri dell'Eurozona sono acquistati in proporzione alle quote del capitale sociale della BCE detenute dalle rispettive banche centrali nazionali, allocando il 92% del relativo rischio sui singoli istituti nazionali;

- le banche e intermediari finanziari possono optare se vendere i titoli di debito alla BCE, oppure tenerli in deposito presso la stessa a un determinato tasso di interesse (aggiuntivo rispetto a quello del titolo di debito pubblico).

Altro annuncio fondamentale per l'avvio delle politiche monetarie, è quello del Gennaio del 2015 nel quale Mario Draghi ha dichiarato, che la BCE acquisterà titoli di debito pubblico e privati a partire da Marzo 2015 almeno fino a Settembre 2016 al ritmo di 60 miliardi di euro/mese, fin quando il tasso di inflazione nell'eurozona sarà tornato ad avvicinarsi al 2%. La BCE infatti stima l'inflazione nell'Eurozona al 1.5% nel 2016 e al 1.7% nel 2017, sotto l'obiettivo iniziale del 2%, rendendo probabile una proroga del QE in scadenza a settembre 2016 di un ulteriore anno.

*Figura 1: Tasso di Inflazione in Europa dal 2012 al 2015 e previsioni andamento 2016-17*

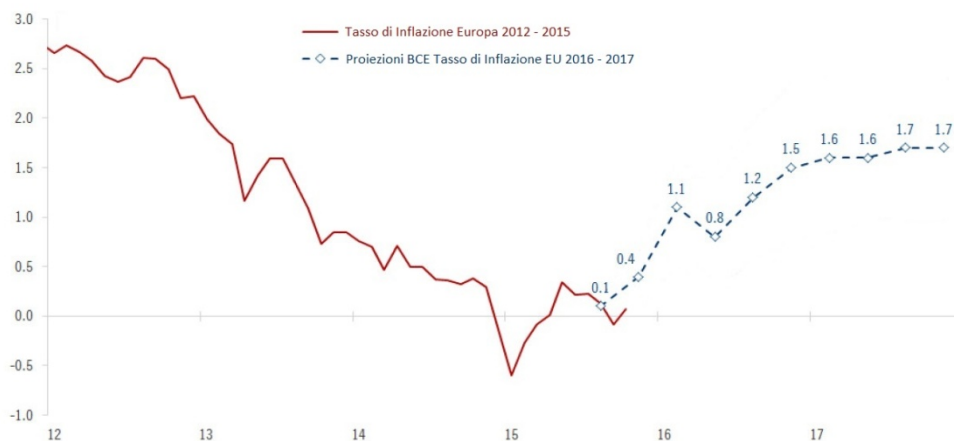
---

<sup>7</sup> Per titoli di stato periferici, si fa riferimento quei titoli del debito pubblico emessi da paesi caratterizzati da un'economia più debole rispetto ai paesi core, ovvero rispetto alla Germania.

<sup>8</sup><https://www.finriskalert.it/?p=2161>



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna



Fonte: Elaborazione propria su stime BCE (2015)

Il 12% del totale degli acquisti sarà riservato ai titoli delle istituzioni europee sopra elencate e il restante 88% ai titoli di Stato e ai bond delle agenzie. La distribuzione degli acquisti tra i vari paesi dell'Eurozona rispetterà invece le percentuali del capitale della BCE detenuto dalle banche centrali Nazionali. All'interno del programma PSPP verranno acquistate obbligazioni, comprese quelle indicizzate all'inflazione o con cedola variabile, con vita residua tra i 2 e i 30 anni, che rispetteranno i requisiti minimi di rating. Per i titoli di stato il requisito minimo di rating da rispettare è "BBB" attribuito da Fitch o Standard&Poor's, "BAA3" attribuito da Moody's o "BBB" secondo DBRS. Per i titoli invece garantiti da attività il requisito minimo corrisponde ad "AAA" all'emissione. Un'altra clausola importante è il rispetto di limiti quantitativi per i quali non potranno essere acquistati titoli per un valore superiore al 25% della singola emissione e del 33% del debito totale emesso, dal governo, dall'agenzia o dall'istituzione europea. Le controparti degli acquisti, che potranno reinvestire la liquidità in altre attività o nell'erogazione di prestiti, saranno gli istituti di credito abilitati alla partecipazione nelle operazioni di politica monetaria e negli investimenti di portafoglio in attività finanziarie denominate in Euro. Le maggiori incertezze riguardo l'evoluzione dell'economia mondiale e il rallentamento della ripresa economica, dovute principalmente alle tensioni del mercato finanziario Cinese e al crollo del prezzo del greggio, hanno condotto



gli esperti dell'Euro sistema a rivedere leggermente al ribasso le previsioni sulle principali variabili macroeconomiche Europee. Le stime sull'inflazione sono state ribassate, per il 2016 da +1% a +0,1%, per il 2017 +1,6% a +1,3% e per il 2018 a +1,6%. Si è resa necessario a distanza di un anno dal suo annuncio, un ampliamento della portata del QE da 60 miliardi al mese a 80 miliardi al mese. Oltre al ritmo di acquisto la BCE ha rivisto al ribasso anche i principali tassi di interesse di riferimento:

- il tasso di interesse di rifinanziamento principale è stato ridotto da 0,05% allo 0%;
- il tasso di interesse sui depositi è stato ridotto da -0,30% a -0,40%;
- il tasso di interesse di rifinanziamento marginale è stato ridotto da 0,30% a 0,25%<sup>9</sup>.

Inoltre, si è esteso l'acquisto, anche ai titoli emessi dalle aziende (non finanziarie) che abbiano un giudizio elevato da parte delle agenzie di rating, ovvero i cosiddetti titoli "investment grade"<sup>10</sup>.

#### **4. Sequenza storica delle principali decisioni adottate dalla BCE**

In questo capitolo verrà effettuata un'analisi cronologica delle decisioni di politica economica poste in essere dalla BCE dal 2013 al 2016. Questo intervallo temporale trova giustificazione in quanto si è cercato di far emergere il quadro economico precedentemente all'annuncio del QE, e successivamente all'adozione. Tale ricostruzione sarà supportata altresì dall'analisi delle principali variabili macroeconomiche Europee (tasso di crescita, incidenza del debito pubblico sul PIL, tasso di inflazione, tasso di disoccupazione, saldo della bilancia commerciale Europea, entità del bilancio consolidato della BCE). Dal confronto di tali variabili nell'intervallo di tempo considerato, emerge:

- un miglioramento del tasso di crescita di oltre mezzo punto percentuale;
- una riduzione del rapporto Debito pubblico su PIL stimata dello 0,7%;
- una riduzione del tasso di disoccupazione di oltre un punto e mezzo percentuale;

<sup>9</sup> <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2016/bol-eco-2-2016/bollecobce-02-2016.pdf>

<sup>10</sup> Caratterizzati da un rating non inferiore al grado «BBB-» attribuito da Fitch o Standard&Poor's, «Baa3» attribuito da Moody's o «BBB» secondo DBRS.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

- una crescita della bilancia commerciale di oltre 13 mila milioni di €.

Tuttavia permane una forte situazione di deflazione causata anche dall'avverso crollo del prezzo del greggio. Di seguito un'analisi dettagliata delle principali decisioni adottate dalla BCE dal 2013 al 2016.

#### **- Principali decisioni adottate dalla BCE per l'anno 2013<sup>11</sup>.**

10 Gennaio - 7 Febbraio 2013: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispetto al 2012. Nello specifico essi sono fissati rispettivamente allo 0,75%, all'1,50 % e allo 0,00%.

21 Febbraio 2013: il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha approvato il bilancio verificato della BCE per l'esercizio terminato il 31 Dicembre 2012.

Nel 2012 la BCE ha registrato:

- un risultato lordo di 2.164 milioni di euro (1.894 milioni nel 2011);
- interessi attivi netti pari a 2.289 milioni di euro (1.999 milioni nel 2011);
- gli utili realizzati su operazioni finanziarie sono pari a 319 milioni di euro (472 milioni nel 2011).

• Spese per il personale hanno registrato un lieve incremento, portandosi a 219 milioni di euro (216 milioni nel 2011). Le altre spese di amministrazione, che comprendono gli affitti di immobili, gli onorari professionali e gli acquisti di altri beni e servizi, ammontano a 242 milioni di euro nel 2012 (226 milioni nel 2011)

7 Marzo – 4 Aprile 2013: Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,75%, all'1,50% e allo 0,00%.

2 Maggio 2013: Nella riunione a Bratislava, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria.

---

<sup>11</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/index.en.html>



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

1. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Euro sistema è ridotto di 25 punti base, allo 0,50%, a decorrere dall'operazione con regolamento l'8 Maggio 2013.

2. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 50 punti base, all'1,00%, con effetto dall'8 Maggio 2013.

3. Il tasso di interesse sui depositi presso la Banca Centrale rimane invariato allo 0,00%.

29 Maggio 2013: il Consiglio direttivo della BCE ha pubblicato l'edizione di Maggio 2013 del *Financial Stability Review*. Il documento passa in rassegna le principali fonti di rischio e vulnerabilità in termini di stabilità all'interno del sistema finanziario dell'area dell'euro e presenta un'analisi esaustiva della capacità di quest'ultimo di assorbire perturbazioni avverse.

Dall'analisi è emerso:

- un ulteriore calo della redditività della banca, legato a perdite su crediti e un contesto macroeconomico debole;
- tensioni nei mercati a causa della bassa crescita e della lentezza nell'implementazione delle riforme;
- difficoltà nel finanziamento delle banche nei paesi soggetti a tensioni economiche – finanziarie.

6 Giugno 2013: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50%, all'1,00% e allo 0,00%.

1 Luglio 2013: La Banca Centrale Europea annuncia un adeguamento dello schema di sottoscrizione del proprio capitale e delle quote versate dalle banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'Unione europea (UE). L'articolo 29 del Protocollo sullo Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e della Banca centrale europea prevede che la quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna BCN sia ponderata in base al peso



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

percentuale dello Stato membro di appartenenza nella popolazione totale e nel prodotto interno lordo dell'UE. Il capitale sottoscritto della BCE è automaticamente accresciuto nel momento in cui un paese entra nell'UE e la rispettiva BCN diviene membro del SEBC.

4 Luglio 2013: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50%, all'1,00% e allo 0,00%.

8 Luglio 2013: la Banca Centrale Europea (BCE) pubblica un set di dati di indicatori finanziari strutturali per il settore bancario nell'Unione europea (UE). Essi comprendono statistiche sul numero di unità locali (rami) e dipendenti di istituti di credito comunitari, nonché i dati sul grado di concentrazione del settore bancario in ciascuno degli Stati membri dell'UE, e i dati sulla quota di istituti a controllo estero nei diversi mercati bancari nazionali dell'UE. Gli indicatori strutturali mostrano che, nella maggior parte degli Stati membri dell'UE, il numero delle filiali degli istituti di credito ha continuato a diminuire in accordo con la tendenza osservata negli anni precedenti. Nel 2012 nel territorio europeo vi erano circa 218.000 filiali di istituti di credito. Il numero dei dipendenti del settore bancario nella UE ha continuato a diminuire, attestandosi a circa 3,04 milioni di persone. I dati mostrano anche che il grado di concentrazione e la quota di istituti a controllo estero continuano a variare in modo significativo.

1 Agosto – 5 Settembre– 2 Ottobre 2013: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,50%, all'1,00% e allo 0,00%.

23 ottobre 2013: la BCE dà inizio alla valutazione approfondita in vista dell'assunzione delle funzioni di vigilanza. La valutazione ha tre obiettivi principali: *trasparenza* (migliorare la qualità delle informazioni disponibili sulla situazione delle banche), *correzione* (individuare e intraprendere le azioni correttive eventualmente necessarie) e rafforzamento della fiducia (assicurare a tutti i soggetti interessati dall'attività bancaria che gli istituti sono fundamentalmente sani e affidabili). La valutazione consta di tre



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

elementi: 1) un'analisi dei rischi a fini di vigilanza, allo scopo di valutare, in termini quantitativi e qualitativi, i fattori di rischio fondamentali, inclusi quelli sotto il profilo della liquidità, della leva finanziaria e del finanziamento; 2) un esame della qualità degli attivi intesa a migliorare la trasparenza delle esposizioni bancarie attraverso un'analisi della qualità dell'attivo delle banche, ivi compresa l'adeguatezza sia della valutazione di attività e garanzie, sia dei relativi accantonamenti; 3) una prova di *stress* per verificare la tenuta dei bilanci bancari in scenari di stress. I tre elementi sono strettamente interconnessi. La valutazione è effettuata a fronte di un parametro di riferimento dell'8% per il capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1*) attingendo alla definizione data nella quarta direttiva e nel regolamento sui requisiti patrimoniali. A conclusione dell'esercizio di valutazione approfondita, i risultati saranno comunicati in forma aggregata (che ha durata di 12 mesi a partire da Novembre 2013), a livello di paesi e di banche, unitamente a eventuali raccomandazioni circa misure di vigilanza. Questo esito complessivo, nel quale confluiranno i risultati dei tre pilastri della valutazione approfondita, sarà pubblicato prima dell'assunzione del ruolo di vigilanza da parte della BCE nel Novembre 2014.

7 Novembre 2013: il Consiglio direttivo della BCE ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Euro sistema è ridotto di 25 punti base, allo 0,25%, a decorrere dall'operazione con regolamento il 13 Novembre 2013.

1. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 25 punti base, allo 0,75%, con effetto dal 13 novembre 2013.

2. Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale rimane invariato allo 0,00%.

8 Novembre 2013: la BCE pubblica il parere sul Meccanismo unico di risoluzione delle crisi. Il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi (*Single Resolution Mechanism, SRM*) andrebbe istituito per quando la BCE assumerà l'insieme delle competenze di vigilanza. L'ambito di applicazione dell'SRM dovrebbe comprendere tutti gli enti creditizi degli Stati membri dell'UE partecipanti al Meccanismo di vigilanza unico. La BCE reputa che gli istituti debbano essere suscettibili di risoluzione solo dopo essere stati dichiarati "in dissesto o a



**Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna**

rischio di dissesto” da un'autorità di vigilanza. La BCE ritiene che l'accentramento del processo decisionale in materia di risoluzione delle crisi rafforzi la stabilità dell'Unione economica e monetaria e che l'SRM sia il necessario complemento al Meccanismo di vigilanza unico. Il Consiglio della UE ha esortato la BCE affinché l'SRM entri in funzione il 1° gennaio 2015. Secondo il parere della BCE è preferibile mantenere una netta distinzione tra le funzioni di vigilanza e di risoluzione delle crisi per evitare potenziali conflitti di interesse. La BCE raccomanda la propria partecipazione in veste di osservatore alle sessioni esecutive e plenarie del Comitato unico di risoluzione delle crisi.

14 Novembre 2013: la BCE ha pubblicato i risultati dell'indagine sul accesso ai finanziamenti delle PMI della zona euro - Aprile a Settembre 2013. Dall'analisi è emerso:

- l'accesso al credito è sempre ai primi posti tra le preoccupazioni delle piccole e medie imprese dell'UE, con ripercussioni più gravi per le imprese più giovani e di minori dimensioni. Nel 2013 circa una su tre delle PMI oggetto dell'indagine non ha potuto ottenere l'importo completo dei crediti su cui aveva contato; il 15% dei rispondenti ha dichiarato di ritenere l'accesso al credito, un problema importante per la propria impresa. Gli operatori economici ritengono che nel 2013 le condizioni per ottenere crediti bancari siano peggiorate in termini di tassi di interesse e garanzie richieste;

- differenze tra gli Stati membri nell'accesso ai finanziamenti;
- trovare clienti è rimasto il problema più frequentemente menzionato dalle PMI di tutta l'UE;

- Il 54% delle PMI ha cercato soltanto finanziamenti esterni, un altro 22% di PMI si è avvalso di fonti di finanziamento sia interne che esterne, mentre soltanto alcune (4%) hanno utilizzato unicamente fonti interne. Il finanziamento azionario è risultato maggiormente diffuso tra le PMI più grandi (passando dal 4% tra quelle con solo 1-9 dipendenti al 7,5% tra quelle con 50-249 dipendenti) e le PMI con gli utili più elevati (l'11% delle PMI con più di 50 milioni di EUR di utili).

5 Dicembre 2013: nella riunione il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento





marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,25%, allo 0,75% e allo 0,00%.

**- Principali decisioni adottate dalla BCE per l'anno 2014<sup>12</sup>.**

9 Gennaio 2014: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,25%, allo 0,75% e allo 0,00%.

3 Febbraio 2014: la Banca Centrale Europea (BCE) ha annunciato i progressi compiuti nella valutazione approfondita attualmente in corso. Insieme all'esame della qualità degli attivi, la prova di stress forma parte della valutazione approfondita. La valutazione è intesa ad accrescere la trasparenza dei bilanci delle banche "significative" e a ripristinare la fiducia degli investitori prima dell'assunzione dei compiti di vigilanza da parte della BCE nel novembre 2014. Per le banche con i portafogli di negoziazione più significativi saranno inoltre condotte verifiche qualitative dei processi fondamentali relativi ai portafogli di negoziazione e verifiche quantitative dei modelli per la determinazione del prezzo dei derivati. Ai fini della prova di stress svolta nel quadro della valutazione approfondita, come annunciato dall'ABE la soglia patrimoniale per lo scenario di base è fissata all'8% del capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1*, CET1), mentre per lo scenario avverso si applicherà una soglia del 5,5% di CET1.

6 Febbraio 2014: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,25%, allo 0,75% e allo 0,00%.

20 Febbraio 2014: il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha approvato ieri il bilancio verificato della BCE per l'esercizio terminato il 31 dicembre 2013.

• L'utile netto per l'esercizio 2013 è pari a 1.440 milioni di euro (995 milioni nel 2012), a seguito dell'accantonamento al fondo rischi di 0,4 milioni di euro (1.166 milioni nel 2012).

---

<sup>12</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/index.en.html>



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

- Un ammontare pari a 1.430 milioni di euro (998 milioni nel 2012) è stato distribuito alle banche centrali nazionali.

- Gli interessi attivi netti sui titoli acquistati nell'ambito del Programma per il mercato dei titoli finanziari ammontano a 962 milioni di euro (1.108 milioni nel 2012).

- Gli interessi rivenienti dalla quota della BCE sul totale delle banconote in euro in circolazione risultano pari a 406 milioni di euro (633 milioni nel 2012).

- Il totale di bilancio della BCE ammonta a 174 miliardi di euro (207 miliardi nel 2012).

6 Marzo - 3 Aprile 2014: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,25%, allo 0,75% e allo 0,00%.

25 Aprile 2014: la Banca Centrale Europea (BCE) ha oggi pubblicato il regolamento quadro sul Meccanismo di vigilanza unico (MVU), che getta le premesse per l'attività dell'MVU a partire da Novembre 2014, quando quest'ultimo assumerà il ruolo di autorità di vigilanza per le banche dell'area dell'euro.

29 Aprile 2014: la BCE concede alle banche da sei a nove mesi per colmare le carenze patrimoniali in seguito alla valutazione approfondita. Esse devono essere coperte tramite strumenti di capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1, CET1*). Le carenze patrimoniali rilevate nello scenario avverso possono essere riassorbite con altri mezzi, ma il ricorso a strumenti di capitale convertibili è soggetto a limitazioni al fine di promuovere l'uso di strumenti con coefficienti di attivazione più elevati. Quelli con un coefficiente di attivazione pari o superiore al 7% di CET1 possono essere utilizzati fino all'1% del totale delle attività ponderate per il rischio

30 Aprile 2014: la Banca Centrale Europea (BCE) ha reso noti i risultati della Indagine periodica sull'accesso ai finanziamenti delle piccole e medie imprese (PMI) nella zona euro, durante i sei mesi da ottobre 2013 al Marzo 2014.

Dall'indagine è emerso che:



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

- l'accesso ai finanziamenti rimane un importante - anche se non la più urgente – preoccupazione;

- le difficoltà di finanziamento rimangono sostanzialmente invariate, con notevoli differenze tra paesi;

- permangono differenze nelle condizioni di accesso al credito rispetto alle grandi imprese.

8 Maggio 2014: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,25%, allo 0,75% e allo 0,00%.

5 Giugno 2014: il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) di 10 punti base, allo 0,15 per cento, con effetto dall'operazione con regolamento 11 Giugno 2014. In aggiunta, decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale di 35 punti base, allo 0,40 per cento, e il tasso sui depositi presso la Banca Centrale di 10 punti base a -0,10 per cento, a decorrere dall'11 giugno 2014. Decide inoltre di adottare ulteriori misure non convenzionali, in particolare di:

- condurre una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) con scadenza Settembre 2018 per sostenere i prestiti bancari a favore del settore privato non finanziario, a tasso di interesse fisso per l'intera durata di ciascuna operazione, pari al tasso applicabile alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Euro sistema in essere al momento dell'erogazione del finanziamento, con l'aggiunta di un differenziale fisso di 10 punti base;

- continuare a condurre ORP con procedura d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che scade a Dicembre 2016;

- condurre le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre mesi aggiudicate prima del periodo di mantenimento delle riserve che scade a Dicembre 2016, mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi;



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

- sospendere le operazioni settimanali di *fine-tuning* per sterilizzare la liquidità immessa attraverso il Programma per il mercato dei titoli finanziari (*Securities Markets Programme, SMP*);

- intensificare i lavori preparatori relativi agli acquisti definitivi nel mercato delle ABS.

3 Luglio – 7 Agosto 2014: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,15%, allo 0,40% e al -0,10%.

8 Agosto 2014: la BCE ha pubblicato un manuale che espone nel dettaglio le modalità di integrazione delle proiezioni della prova di stress con gli esiti dell'esame della qualità degli attivi (*asset quality review, AQR*). Descrive inoltre il processo di assicurazione della qualità dei risultati della prova di stress, indispensabile per la solidità e la credibilità dell'esercizio. Vítor Constâncio, Vicepresidente della BCE, afferma che la pubblicazione del manuale accresce la trasparenza della valutazione approfondita e la credibilità dell'esercizio.

4 Settembre 2014: Il Consiglio direttivo della BCE decide di ridurre il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 10 punti base allo 0,05 per cento, a decorrere dall'operazione con regolamento 10 settembre 2014. Decide inoltre di ridurre sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale sia quello sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base, rispettivamente allo 0,30 per cento e a -0,20 per cento, entrambi con effetto dal 10 Settembre 2014. Decide inoltre di:

- acquistare un ampio portafoglio di titoli, semplici e trasparenti, emessi a seguito della cartolarizzazione di crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, nell'ambito di un specifico programma di acquisto di attività cartolarizzate denominato ABSPP (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*);

- acquistare un ampio portafoglio di titoli garantiti denominati in euro ed emessi da IFM domiciliate nell'area dell'euro, nel quadro di un nuovo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3, *Covered Bond Purchase Programme*). Interventi nell'ambito di entrambi questi programmi avranno inizio nell'Ottobre 2014.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

2 Ottobre 2014: nella riunione tenutasi a Napoli, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

26 Ottobre 2014: vengono presentati i risultati essenziali della valutazione approfondita sulle 130 maggiori banche dell'area dell'euro. La valutazione approfondita – articolata in un esame della qualità degli attivi (*asset quality review*, AQR) e in una prova di stress prospettica delle banche – ha rilevato:

- sono state individuate carenze patrimoniali pari a 25 miliardi di euro per 25 banche partecipanti;
- il valore degli attivi bancari deve essere corretto per 48 miliardi di euro, di cui 37 miliardi non hanno generato carenze patrimoniali;
- la carenza di 25 miliardi di euro e l'aggiustamento del valore degli attivi pari a 37 miliardi implicano un impatto complessivo sulle banche di 62 miliardi;
- sono stati rilevati ulteriori 136 miliardi di euro di esposizioni deteriorate;
- lo scenario avverso della prova di stress diminuirebbe il capitale delle banche di 263 miliardi di euro, riducendo la mediana del coefficiente di CET1 di 4 punti percentuali, dal 12,4% all'8,3%.

29 Ottobre 2014: vengono presentati i risultati dell'indagine (BLS) sul credito bancario ottobre 2014, della zona euro.

Dall'indagine è emerso:

- per quanto riguarda i termini e le condizioni di accesso al credito, le banche hanno indicato un ulteriore restringimento dei margini sui prestiti;
- la domanda di prestiti continua a crescere, tuttavia non si assiste ad un aumento della domanda di credito per scopi di investimento, fattispecie che anzi mostra segno negativo.

4 Novembre 2014: la Banca Centrale Europea (BCE) assume, a conclusione di una fase preparatoria di un anno che prevedeva un esame approfondito della tenuta e dei bilanci delle maggiori banche dell'area, le competenze di vigilanza sugli enti creditizi dell'area dell'euro.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

Il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) è un nuovo sistema di vigilanza bancaria, costituito dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti dei paesi partecipanti. Le sue finalità principali sono contribuire alla sicurezza e alla solidità degli enti creditizi e alla stabilità del sistema finanziario europeo, nonché assicurare una vigilanza coerente.

6 Novembre 2014: *“The Governing Council has tasked ECB staff and the relevant Euro system committees with ensuring the timely preparation of further measures to be implemented, if needed”* con questa frase Mario Draghi annuncia l'intenzione di voler adottare un programma di QE in Europa.

1. Il Consiglio direttivo della BCE ha, inoltre, deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

12 Novembre 2014: vengono presentati i risultati dell'indagine sul accesso al credito delle imprese nell'area dell'euro - Aprile a Settembre 2014.

Dall'indagine è emerso:

- l'accesso ai finanziamenti rimane un importante - anche se non la più urgente - la preoccupazione per le PMI della zona euro;
- eccezion fatta per le imprese più piccole, si registra un miglioramento della disponibilità di finanziamenti da fonti esterne in termini netti per le piccole e medie imprese dell'area euro.

4 Dicembre 2014: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

**- Principali decisioni adottate dalla BCE per l'anno 2015<sup>13</sup>.**

---

<sup>13</sup><https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/index.en.html>



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

22 Gennaio 2015: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

20 Febbraio 2015: la BCE annuncia la pubblicazione di una nuova linea guida sulla attuazione della politica monetaria (BCE / 2014/60). Il nuovo indirizzo consolida, semplifica e migliora la chiarezza la normativa generale attuata dall'Euro sistema.

5 Marzo 2015: nella riunione tenutasi a Nicosia, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

9 Marzo 2015: prende il via il *Quantitative Easing* Europeo. Nel primo giorno di acquisti, si è potuto assistere ad un calo fino a 9 punti base del rendimento dei titoli dei paesi “core” dell'eurozona, fra cui i *Bund* tedeschi.

14 Aprile 2015: vengono presentati i risultati dell'indagine periodica sul credito bancario della zona euro (BLS). L'indagine ha mostrato:

- un miglioramento nel livello di credito erogato rispetto a un anno fa, grazie anche ad una revisione dei criteri di concessione dei prestiti alle imprese e alle famiglie;
- presenza di ulteriore liquidità apportata del programma di acquisto di asset (*asset purchase programme* “APP”) utilizzato per la concessione di prestiti;
- inserimento di nuove domande nel questionario sottoposto alle 142 banche partecipanti all'indagine

15 Aprile 2015: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

2 Giugno 2015: vengono presentati i risultati dell'indagine in merito alle condizioni di accesso ai finanziamenti delle imprese nella zona euro - Ottobre 2014 a Marzo 2015.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

Da tale indagine è emerso:

- maggior disponibilità di fonti esterne di finanziamento per le PMI;
- applicazione di termini e condizioni vantaggiose per la concessione di nuovi prestiti alle piccole e medie imprese;

3 Giugno 2015: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

22 Giugno 2015: ha iniziato ad operare con successo *Target2-Securities* (T2S), la piattaforma dell'Euro sistema per il regolamento in base monetaria delle operazioni in titoli. T2S è un passo significativo per rafforzare l'integrazione del mercato dei capitali in Europa: il regolamento delle operazioni in titoli sarà più sicuro e si avrà una significativa riduzione dei costi per gli investitori e le famiglie che intendono acquistare titoli emessi oltre i confini nazionali.

14 Luglio 2015: vengono presentati i risultati dell'indagine periodica sul credito bancario della zona euro (BLS).

L'indagine ha mostrato:

- ulteriore miglioramento della domanda di prestiti alle imprese e prestiti per l'acquisto di abitazioni;
- Ulteriore liquidità, concessa sotto forma di prestiti, derivante dalle operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TALTROS)

16 Luglio – 3 Settembre 2015: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

16 Settembre 2015: il Consiglio direttivo ha deciso che le banche centrali nazionali hanno ora l'opzione di annunciare pubblicamente l'erogazione di liquidità di emergenza (*Emergency Liquidity Assistance*, ELA) alle banche dei rispettivi paesi, se lo ritengono necessario.





Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

20 Ottobre 2015: vengono presentati i risultati dell'indagine periodica sul credito bancario della zona euro (BLS). L'indagine ha mostrato:

- ulteriore miglioramento della domanda di prestiti alle imprese;
- irrigidimento delle condizioni per la concessione di prestiti per l'acquisto di abitazioni.

22 Ottobre 2015: nella riunione tenutasi a Malta, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,20%.

9 Novembre 2015: attuazione dell'incremento del limite relativo alla quota-parte applicabile agli acquisti di attività (da 25% a 33%) nel quadro del programma QE.

2 Dicembre 2015: vengono presentati i risultati dell'indagine in merito alle condizioni di accesso ai finanziamenti delle imprese nella zona euro - Aprile 2015 a Settembre 2015. Da tale indagine è emerso:

- ulteriore miglioramento nella disponibilità di fonti esterne di finanziamento per le PMI;
- cresce, tuttavia, la preoccupazione sulle garanzie offerte dagli istituti di credito alle PMI;

3 Dicembre 2015: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che il tasso di interesse sui depositi presso la Banca Centrale è ridotto di 10 punti base, al -0,30%, con effetto dal 9 Dicembre 2015.

I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05% e allo 0,30%.

**- Principali decisioni adottate dalla BCE per l'anno 2016<sup>14</sup>.**

7 Gennaio 2016: la funzione di vigilanza bancaria della BCE ha pubblicato le priorità per il 2016. Nella fattispecie ha individuato cinque ambiti meritevoli di priorità:

1. Rischio di modello imprenditoriale e di redditività.
2. Rischio di credito.
3. Adeguatezza patrimoniale.

---

<sup>14</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/index.en.html>



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

4. Governo dei rischi e qualità dei dati.
5. Liquidità.

Per ciascuna priorità saranno intraprese diverse iniziative di vigilanza. In alcuni casi è possibile che la piena attuazione richieda più di un anno. A livello delle singole banche, potrebbe essere necessario adeguare l'attività di vigilanza al profilo di rischio specifico di ciascun ente creditizio.

21 Gennaio 2016: il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,05%, allo 0,30% e al -0,30%.

5 Febbraio 2016: la Banca Centrale Europea (BCE) pubblica i dati sulle attività finanziarie nette aggregate dell'Euro sistema e illustra l'*Agreement on Net Financial Assets* (ANFA). L'ANFA è un accordo sulle attività finanziarie nette concluso tra le banche centrali nazionali (BCN) dei paesi dell'area dell'euro e la BCE. Prevede un insieme di regole e massimali per le consistenze in titoli non connessi ai fini della politica monetaria che sono detenuti in relazione ai compiti assolti a livello nazionale dalle BCN. La BCE pubblica i dati sulle attività finanziarie nette aggregate dell'Euro sistema, mentre le BCN divulgheranno le rispettive consistenze in attività finanziarie nette su base annuale (al momento della pubblicazione del bilancio). A fine 2015 le attività finanziarie nette aggregate dell'Euro sistema ammontavano a 490 miliardi di euro. Sono cresciute in media a un tasso del 5% dal 2002.

18 Febbraio 2016: il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha approvato il bilancio della BCE, sottoposto a revisione, per l'esercizio terminato il 31 Dicembre 2015. La BCE ha chiuso l'esercizio 2015 con un utile netto di 1.082 milioni di euro (989 milioni nel 2014). A questo incremento hanno contribuito i più elevati utili realizzati sulle vendite di titoli nel 2015. Per il 2015 si registrano interessi attivi netti pari a 1.475 milioni di euro (1.536 milioni nel 2014). Gli utili realizzati su operazioni finanziarie sono pari a 214 milioni di euro (57 milioni nel 2014). Nel 2015 sono state registrate svalutazioni per 64 milioni di euro (8 milioni nel 2014). L'incremento di questa componente nell'esercizio in



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

esame è attribuibile soprattutto alla riduzione complessiva del valore di mercato dei titoli detenuti nel portafoglio in dollari statunitensi. L'assunzione dei compiti di vigilanza da parte della BCE ha determinato un graduale incremento dell'organico e, di conseguenza, le spese per il personale sono aumentate a 441 milioni di euro nel 2015 (301 milioni nel 2014). Le altre spese di amministrazione, che comprendono gli ammortamenti, gli affitti di immobili, gli onorari professionali e gli acquisti di altri beni e servizi, ammontano a 423 milioni di euro nel 2015 (376 milioni nel 2014). L'incremento di questa voce riflette in prevalenza l'ammortamento della nuova sede della BCE che ha avuto inizio nell'esercizio. Lo stato patrimoniale consolidato dell'Euro sistema ammonta a 2.781 miliardi di euro a fine esercizio, rispetto a 2.208 miliardi a fine 2014. L'incremento è dovuto in gran parte al proseguimento degli acquisti di titoli nel quadro delle politiche monetarie espansive adottate. I titoli detenuti dall'Euro sistema ai fini della politica monetaria sono aumentati di 586 miliardi di euro, portandosi a 803 miliardi (217 miliardi nel 2014).

10 Marzo 2016: il Consiglio direttivo della BCE ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria:

- il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Euro sistema è ridotto di 5 punti base, allo 0,00%, a decorrere dall'operazione con regolamento il 16 Marzo 2016;

- il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale è ridotto di 5 punti base, allo 0,25%, con effetto dal 16 marzo 2016;

- il tasso di interesse sui depositi presso la Banca Centrale è ridotto di 10 punti base, al -0,40%, con effetto dal 16 Marzo 2016;

- gli acquisti mensili nel quadro del programma di acquisto di attività sono ampliati a 80 miliardi di euro a partire da Aprile;

- nell'elenco delle attività ammissibili per gli acquisti regolari sono incluse obbligazioni *investment grade* denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro;



• a partire da Giugno 2016 viene introdotta una nuova serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO II), ciascuna con scadenza a quattro anni. Il tasso di interesse applicato a queste operazioni potrà essere ridotto fino a raggiungere un livello pari al tasso sui depositi presso la Banca Centrale.

## **5. Meccanismo di trasmissione della politica monetaria del QE europeo**

In questo paragrafo verrà analizzato il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria del programma QE europeo, e verrà illustrata una quantificazione dei suoi effetti sull'economia italiana. L'espansione del bilancio della banca centrale conseguente a queste politiche è determinata:

- sul lato dell'attivo, dall'incremento delle attività finanziarie;
- sul lato del passivo, dall'aumento delle riserve di banca centrale.

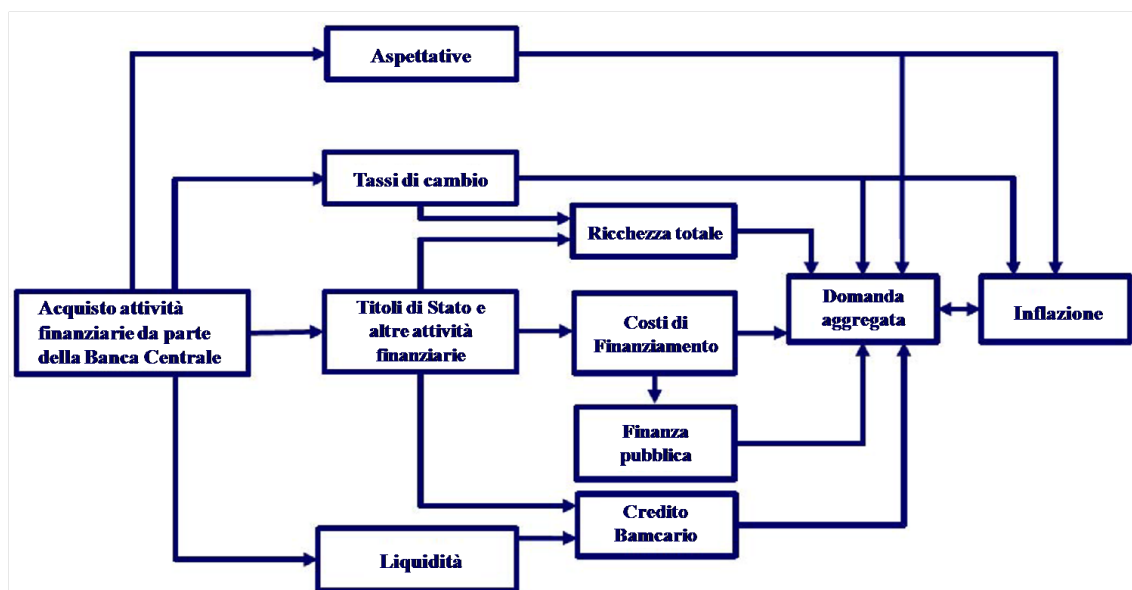
I meccanismi tramite cui opera questa misura di politica monetaria sono molteplici: non solo l'aumento della base monetaria, in cui si tende spesso a individuare il canale principale, ma anche attraverso il seguente canale di trasmissione:

- a) comprime i rendimenti dei titoli pubblici, utilizzati come riferimento per i tassi di una vasta gamma di strumenti di finanziamento all'economia privata;
- b) la liquidità ricevuta in cambio dei titoli ceduti all'Euro sistema orienta i portafogli degli operatori economici verso attività finanziarie più redditizie, non direttamente interessate dagli acquisti del programma, trasmettendo così l'impulso di politica monetaria a un più ampio ventaglio di strumenti di finanziamento;
- c) il calo dei rendimenti dei titoli acquistati si riflette sui costi di finanziamento delle banche, migliorando le condizioni di offerta del credito per famiglie e imprese;
- d) la riduzione dei rendimenti degli strumenti denominati in euro favorisce, a parità di altre condizioni, un deprezzamento del cambio che, oltre ad accrescere l'inflazione importata e le aspettative di inflazione, stimola le esportazioni;
- e) la rivalutazione delle attività finanziarie rafforza la situazione patrimoniale del settore privato, aumentandone la capacità di spesa;



f) infine, la significativa dimensione e la composizione del programma, segnalando la determinazione dell'Euro sistema al raggiungimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi, contribuiscono a sostenere le aspettative di inflazione e la fiducia del pubblico.

Figura 2: Meccanismo di trasmissione del Quantitative Easing



Fonte: Elaborazione propria su diagramma tratto da Banca d'Italia (2014)

L'importanza relativa dei canali di trasmissione nell'area dell'euro e in Italia, rispetto a quella osservata in altri paesi, può risentire del ruolo preponderante che il sistema bancario riveste nel finanziamento dell'economia. Il rafforzamento delle condizioni patrimoniali delle banche risulta essere una condizione propedeutica all'efficacia di tale politica monetaria.<sup>15</sup>

### 5.1 Effetti del *Quantitative Easing* Europeo per l'economia Italiana

Considerando il ritmo di acquisto di titoli di stato e portafogli di attività private da parte della BCE di 60mld di Euro al mese e considerando che gli acquisti verranno suddivisi in proporzione alla quota di partecipazione che la relativa banca centrale ha nel capitale della

<sup>15</sup> COVA, FERRERO, *Il Programma di acquisto di attività finanziarie per fini di Politica Monetaria dell'Euro sistema*, 2015.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

BCE, è possibile stimare le quote di acquisto che ciascun paese otterrà da parte della BCE. Nello specifico: per l'Italia la quota di partecipazione nel capitale della BCE è il 17,5 per cento – quindi 7,4 miliardi mensili e 140,3 totali, ovvero poco meno del 7 per cento del debito pubblico italiano; per la Francia il 20,1 per cento; per la Germania il 25,6 per cento; per la Spagna il 12,6 per cento; per la Grecia il 2,9 per cento. La valutazione dell'impatto del QE sull'economia italiana nel triennio 2015-2017 può essere effettuata in termini di differenziale tra le previsioni relative a uno scenario di base in assenza di QE e a uno che invece lo preveda. Lo scenario di base ipotizza che il PIL italiano sarebbe dovuto crescere dello 0,21 per cento nel 2015, dello 0,49 per cento nel 2016 e dello 0,58 per cento nel 2017. Secondo le previsioni di Banca d'Italia invece il QE darà un contributo alla crescita italiana pari allo 0,2 per cento del prodotto lordo. La Banca Centrale, infatti, ha rivisto al rialzo le sue previsioni di due punti decimali. Alla fine dell'anno scorso aveva stimato una crescita dello 0,4%, adesso rivista alla luce dell'adozione del QE a 0,6 per il 2015.

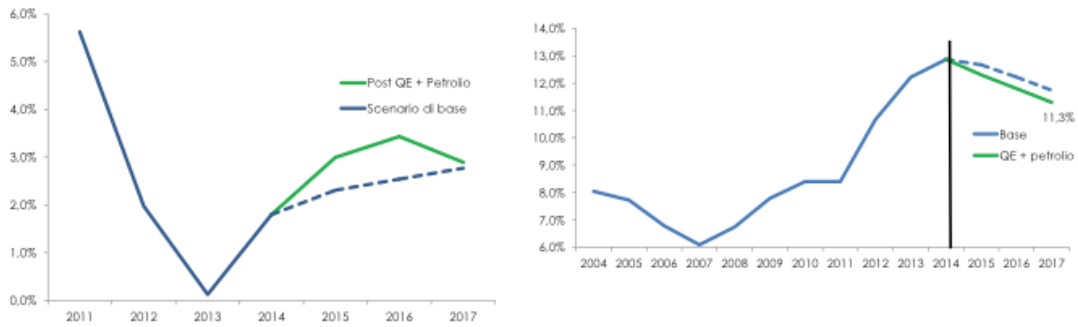
**- Effetti del *Quantitative Easing* sugli investimenti e sulla disoccupazione in Italia.**

Applicando il QE si ottiene un apprezzamento dei rendimenti sui titoli di stato italiani, si induce il deprezzamento dell'euro, si favorisce la capacità di finanziamento delle imprese riducendone il costo. Il deprezzamento del cambio dell'euro verso il dollaro e le principali valute internazionali favoriscono una accelerazione delle esportazioni, minore che in passato se si tiene conto della riduzione dell'elasticità delle esportazioni al cambio valutario. L'aumento delle esportazioni contribuirebbe ad accrescere il fatturato delle imprese e l'attività economica, quest'ultima attraverso un incremento degli investimenti fissi lordi maggiore di quello che si otterrebbe non adottando il QE.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

Figura 3: Effetto del QE sulle esportazioni (sx) e sugli investimenti (dx) italiani



Esportazioni totali (a sinistra) e investimenti fissi lordi totali, in costruzioni e in macchinari e attrezzature (a destra).

Fonte: ISTAT e CER, 2016

La ripresa degli investimenti ha fornito un supporto alla dinamica occupazionale. Tuttavia, secondo le rilevazioni dell'Istat, si dovrà aspettare oltre il 2017 per veder scendere il tasso di disoccupazione a livelli inferiori all'11%.

Figura 4: Tasso di disoccupazione in Italia dal 2006 al 2016



Fonte: ISTAT, 2016

### - Effetti del programma QE sulle attività finanziarie in Italia.

Analizzando gli effetti del QE sulle attività finanziarie in Italia, si può notare come tra il 6 Novembre 2014<sup>16</sup>, data dell'annuncio del programma, e il 28 Aprile 2016<sup>17</sup> i rendimenti dei titoli sovrani sono calati in maniera consistente, in particolar modo i titoli di stato a 10 anni

<sup>16</sup> Rendimento Titoli di stato Italiani rilevato a Novembre 2014: c.a 2,35%.

<sup>17</sup> Rendimento Titoli di stato Italiani rilevato ad Aprile 2016: c.a 1,47%.



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

hanno avuto un calo di rendimento di circa 90 punti base. La variazione dei prezzi e dei tassi di interesse ha interessato anche molte altre attività finanziarie. In particolare, vi è stata una significativa riduzione dei rendimenti sulle obbligazioni emesse dalle società non finanziarie con qualità creditizia almeno equivalente a quella di attività *investment grade*, ossia almeno pari a BBB. Tuttavia il calo di rendimento di queste attività è di entità inferiore a quanto rilevato per i titoli di Stato di corrispondente durata, in ragione del fatto che rispetto alle seconde sono caratterizzate da profili di rischio-rendimento assai diversi. Parimenti significativi risultano gli apprezzamenti degli indici azionari, anche in questo caso riconducibili all'esigenza da parte degli investitori di riequilibrare i portafogli verso profili di rischio-rendimento più elevati.

#### **- Effetti sul tasso di cambio.**

L'impatto del programma di acquisti sul tasso di cambio è calcolato ipotizzando che a un aumento di €100 mld dell'attivo di bilancio dell'Euro sistema corrisponda un deprezzamento dell'1% del cambio dell'euro nei confronti di 18 partner commerciali. Considerando la portata totale che il programma QE, è possibile prevedere un deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro pari all'11,4%. Per l'Italia, tenendo conto della elevata quota di commercio estero con i partner dell'area dell'euro, si può stimare un corrispondente miglioramento della competitività di prezzo, a parità di altre condizioni, di circa il 6%. Tale stima è tuttavia soggetta a un elevato grado di incertezza. L'evidenza empirica osservata in passato in paesi che hanno attuato programmi di *Quantitative Easing*, mostra che la dinamica del cambio può riflettere una molteplicità di fattori, anche non direttamente connessi con tali misure. Tra questi fattori vi sono la velocità di consolidamento della ripresa economica e l'orientamento della politica monetaria che gli investitori si attendono, sia all'interno dei paesi in cui è adottato il programma sia nei principali partner commerciali. Tra il 6 novembre 2014<sup>18</sup> e il 28 aprile 2016<sup>19</sup> la variazione osservata del tasso di cambio dell'euro nei confronti dei principali partner commerciali è stata pari a circa il 9%.

#### **- Effetti sui prestiti bancari**

---

<sup>18</sup> Tasso EUR/USD rilevato in data 6 Novembre 2014: 1,2412.

<sup>19</sup> Tasso EUR/USD rilevato in data 28 Aprile 2016: 1,1336.





Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

Sulla base di stime effettuate da Banca d'Italia, il programma *Quantitative Easing*, avrà tra i suoi effetti una diminuzione di circa 20 punti base del costo medio dei nuovi prestiti erogati alle imprese e di 35 punti base di quelli destinati alle famiglie. Tale costo è funzione dei tassi a medio e lungo termine per la quota di prestiti a tasso fisso e di quelli a breve termine per la quota a tasso variabile.

Le stime dipendono dalla reazione al programma dei tassi di interesse per le diverse scadenze e dal peso relativo dei contratti a tasso fisso e variabile. In particolare:

1. il costo dei prestiti a tasso fisso risponde rapidamente alla discesa dei tassi di interesse a lungo termine, che maggiormente reagiscono agli acquisti di titoli;
2. il costo dei prestiti a tasso variabile rispetto al costo si modifica in misura contenuta; i tassi a breve termine a cui esso è indicizzato beneficiano in misura modesta dell'aumento di liquidità indotto dagli acquisti di titoli.

Un impulso aggiuntivo alla riduzione dei tassi sui prestiti deriverebbe, indirettamente, dal miglioramento delle condizioni di raccolta delle banche, attribuibile alla riduzione degli spread sovrani. Va inoltre considerato il potenziale miglioramento della situazione reddituale e patrimoniale degli intermediari determinato dal programma di acquisti. Questo dipende in primo luogo dal possibile impatto sui profitti e sul grado di patrimonializzazione delle banche, e quindi sulle condizioni da queste praticate alla clientela, risultante dalla variazione dei tassi d'interesse, dal tasso di cambio dell'euro, dai cambiamenti di valore dei titoli detenuti nel portafoglio delle banche e dall'aumento della domanda di servizi di intermediazione connesso con il miglioramento del quadro macroeconomico.

**- Effetti sulla ricchezza delle famiglie.**

Una stima degli effetti sulla ricchezza delle famiglie è assai complessa. Essa dipende dalla velocità e intensità con la quale il programma *Quantitative Easing* si riverbera sui prezzi delle attività finanziarie. Pertanto, sebbene i corsi azionari siano significativamente aumentati a seguito delle crescenti aspettative e dell'effettivo avvio del programma da parte dell'Euro sistema, non è stato ipotizzato alcun effetto autonomo sulla spesa per consumi delle famiglie, né su quella per investimenti delle imprese.

**- Effetti sulle importazioni/esportazioni all'interno dell'area dell'Euro.**



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

L'andamento della domanda estera all'interno dell'area dell'Euro risente in positivo gli effetti del programma. In particolare, data l'importanza degli scambi commerciali tra i paesi dell'area dell'euro, un rafforzamento dell'attività economica di ciascun paese si riflette sulla domanda di beni rivolta ai propri partner commerciali. Per l'Italia si può stimare un aumento della domanda estera potenziale intra-area pari a circa 1 punto percentuale nel biennio 2015-16, indotto dalle favorevoli prospettive di crescita degli altri paesi dell'area dell'euro.

**- Effetti sugli Investimenti diretti esteri.**

L'Italia, rispetto ai principali partner dell'Eurozona, ovvero Germania e Francia, sconta un ritardo come procacciatore di IDE (in entrata e in uscita), detenendo solo il 2,4% dello stock mondiale, contro quasi il 7% delle altre due economie. La CGIA (Associazione artigiani e piccole imprese di Mestre) ha infatti sottolineato che tra le ragioni che "allontanano" gli investitori stranieri dal nostro Paese, vi sono proprio quelle legate alle "caratteristiche paese" (eccessivo peso delle tasse, difficoltà legate ad una burocrazia con tempi lunghi e farraginosi, ecc). Dallo scoppio della crisi finanziaria gli IDE (in entrata e in uscita) si sono pressoché dimezzati. Tuttavia dal 2014, grazie agli effetti positivi derivanti dall'introduzione del programma *Quantitative Easing* le operazioni di investimento diretto estero in Italia sono tornate a crescere permettendo di contabilizzare 291 operazioni per un valore di 21,9 miliardi, 4,9 miliardi in più rispetto al 2013. L'incremento delle IDE in Italia nel 2014 è stato di 3,5 punti percentuali, il miglior risultato a livello europeo.

**- Effetti derivanti dal crollo del prezzo del petrolio sul PIL italiano.**

Il crollo del prezzo del greggio dovrebbe ridurre la spesa per beni petroliferi o ad alto contenuto di petrolio, dovrebbe agevolare l'incremento dei consumi di altri beni e quindi fornire a sua volta un supporto positivo alla crescita. Il calo dei prezzi del greggio se da un lato ha effetti positivi sui consumi, dall'altro in condizioni di deflazione mostra un effetto finale sul PIL ben più contenuto di quanto accaduto in passato in presenza di shock negativi sulle quotazioni del greggio. Nel complesso, lo scenario che implementa l'effetto del QE e della contrazione del prezzo del petrolio ipotizza che il PIL italiano crescerebbe dello 0,76 per cento nel 2015 (+0,55 per cento rispetto allo scenario base di cui +0,15 per cento – circa il 27,4 per cento del differenziale totale – dovuto al petrolio e +0,40 per cento al QE), dell'1,01



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

per cento nel 2016 (+0,52 per cento rispetto allo scenario base di cui +0,11 per cento – circa il 21,0 per cento – dovuto al petrolio e +0,41 per cento al QE) e dello 0,73 per cento nel 2017 (+0,15 per cento rispetto allo scenario base di cui +0,04 per cento dovuto al petrolio e +0,11 per cento al QE).

## 6. Conclusioni

L'Unione Europea è stata costituita come un'istituzione sovranazionale che si pone come obiettivo primario il mantenimento della stabilità dei prezzi. Questo obiettivo è da ricercare principalmente alle pressioni esercitate dallo stato tedesco al momento della formazione degli accordi del Trattato di Maastricht. La visione tedesca è strettamente legata alle teorie monetariste. Secondo il monetarismo, le banche centrali devono occuparsi unicamente di ciò che possono controllare, quindi solamente il livello dei prezzi. L'obiettivo del perseguimento della stabilità dei prezzi comporta quindi l'indipendenza della BCE dalle politiche degli stati membri e delle altre istituzioni europee. I principi costitutivi su cui si basa l'Europa, incentrati quindi su una politica monetaria comune tra i paesi membri, e su una politica fiscale lasciata in mano ai singoli paesi, presuppongono la necessità che contemporaneamente all'adozione di riforme strutturali si debbano affiancare misure di espansione della domanda. Qualora questo non avvenga in maniera simultanea si rischia che le riforme strutturali possono rivelarsi addirittura dannose. Più l'autorità fiscale agisce in accordo con quella monetaria, più entrambe le azioni saranno efficaci, rafforzandosi reciprocamente. La situazione ideale è quella in cui le due istituzioni, se pur indipendenti, collaborano e operano a stretto contatto, come è accaduto, ad esempio, negli Stati Uniti negli anni seguenti la crisi finanziaria quando la FED implementava i programmi di *Quantitative Easing* e il governo statunitense operava politiche fiscali espansive. In Europa tale integrazione non è verificata, poiché la politica fortemente espansiva della BCE è affiancata da un'austerità sui conti pubblici imposta dagli indirizzi politici dei principali stati membri. Il panorama politico dell'Eurozona presenta una situazione fortemente eterogenea che non aiuta il dispiegarsi dell'efficacia delle *policy*. La stessa autorità monetaria, la Banca Centrale



**Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna**

Europea, si sta avviando da poco ad avere una linea di indirizzo unitaria e con una normativa condivisa, considerando che in passato le singole banche centrali nazionali rappresentavano individualmente i propri interessi.

Nelle decisioni delle istituzioni europee è divenuto sempre più evidente il manifestarsi di due fazioni, costituite, l'una, dai paesi dell'Europa settentrionale favore del consolidamento fiscale e di politiche monetarie meno espansive, e l'altra, dai paesi dell'Europa meridionale, orientati verso politiche fiscali meno austere e verso politiche monetarie fortemente espansive. La risposta alla crisi finanziaria da parte delle autorità monetarie di altri paesi sviluppati è stata immediata ed efficace, così come dimostrano i risultati conseguiti, mentre per molti paesi dell'area dell'euro la recessione è ancora una realtà. In questo contesto, se pur tardiva, la decisione della BCE di implementare un programma di QE è considerabile come una conquista, attribuibile, in primis a Mario Draghi che si è fatto promotore di tale politica. Tuttavia, data l'eterogeneità delle condizioni economiche tra i paesi dell'Eurozona, risulta difficile pensare che la soluzione possa essere unica.

L'Unione Europea ancora non è un'area valutaria ottimale, così come teoricamente concepita dall'economista MUNDALL, e i differenti sistemi economici che la compongono necessiterebbero soluzioni ad hoc. In un'area valutaria ottimale vi è un'elevata mobilità dei lavoratori all'interno della regione, come accade ad esempio negli Stati Uniti. Lo stesso non si verifica in Europa perché i vari Stati che la compongono parlano lingue differenti e hanno culture diverse. In un'area valutaria ottimale vi è la condivisione dei rischi e delle perdite. In Europa, ogni paese ha un suo debito e si fa carico del rischio di insolvenza sullo stesso, anche se gli interventi in seguito alla crisi dei debiti sovrani, come il Meccanismo Europeo di Stabilità, hanno provato a cambiare direzione. In Europa non vi è uguaglianza nei salari né nei sistemi tributari. Le differenze in termini di costo del lavoro sono fortissime, mentre la tassazione varia notevolmente da paese a paese. A tali disuguaglianze si aggiungono anche quelle relative ai prezzi e alla loro evoluzione che creano differenziali di inflazione all'interno dell'area. In un contesto di cambio fisso come l'Eurozona, l'inflazione genera disparità poiché i paesi ad inflazione più contenuta, nel tempo, vedranno le proprie merci diventare sempre più competitive nei confronti di quelle dei paesi con maggiore crescita del livello dei prezzi. Da



Rivista elettronica del Centro di Documentazione Europea dell'Università Kore di Enna

qui il divario tra la Germania e i Paesi PIIGS (Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna). L'elevato livello delle disuguaglianze economiche presenti nell'area dell'euro comporta delle enormi difficoltà nel processo di integrazione europeo, spesso a carico dei paesi dell'Europa meridionale. Per le ragioni sopra elencate, alcuni mercati sono più appetibili di altri. In questo contesto il *Quantitative Easing* potrebbe avere effetti limitati o, comunque, non essere la soluzione a tutti i problemi. Ad ogni modo, resta un valido strumento, come dimostrato dall'esperienza statunitense e britannica. Anche l'esperienza Italiana mostra come il QE in un solo anno dalla sua implementazione si sia dimostrato uno strumento di politica economica fortemente efficace. Come si può evincere dall'analisi del Capitolo 4 gli effetti positivi hanno tagliato trasversalmente tutti gli ambiti dell'economia italiana. In particolare occorre sottolineare:

- tasso di crescita positivo;
- tasso di disoccupazione al di sotto del 12%;
- riduzione nel rendimento dei principali titoli di stato;
- miglioramenti nelle condizioni di accesso al credito bancario;
- primato europeo per quanto concerne la dinamica degli IDE.

In ultimo è importante sottolineare che buona parte del successo di questa politica dipenderà dalla risposta del settore bancario che, come già ricordato, in Europa assume una posizione fondamentale nel meccanismo di trasmissione monetaria, data la relativa minore importanza dei mercati dei capitali per il finanziamento delle imprese.