



Rischia di funzionare assai poco il Quantitative Easing lanciato dalla Banca Centrale Europea.

di

Manuel M. Buccarella¹

La Banca Centrale Europea ha deliberato negli scorsi giorni, non senza contrasti all'interno del consiglio direttivo, un'operazione di allentamento monetario di notevoli dimensioni. L'Eurosistema acquisterà titoli sovrani, di agenzie e di istituzioni europee per 60 miliardi al mese fino a settembre 2016 o anche oltre fino a che l'inflazione non sarà su un «sentiero sostenuto» verso il 2%. L'ammontare complessivo dell'operazione sarà di circa 1.100 miliardi di euro.

Questa misura, da molti definita come una misura di politica monetaria espansiva non convenzionale, verrà esercitata però solo in parte – per il 20% – dall'Eurotower, mentre l'80% del suo peso sarà sostenuto direttamente dalle banche centrali nazionali, che acquisteranno titoli del debito pubblico emessi – preferibilmente - dai rispettivi governi nazionali, direttamente da banche ed altre istituzioni finanziarie, che già li hanno in portafoglio.

Così la condivisione formale dei rischi da parte dei vari Paesi dell'Ume, mediante l'intermediazione della Bce, è stata fissata al minimo e avrà come giudice finale il mercato. La Bce acquisterà solo l'8% dei titoli sovrani (un altro 12% di titoli di istituzioni europee), il resto finirà nei bilanci delle banche centrali nazionali. Questa distribuzione del rischio, che rimarrà concentrato in prevalenza nel paese di emissione dei *bond*, discende con tutta evidenza dal compromesso cui Draghi e le altre “colombe” della Banca Centrale Europea han dovuto sottostare per causa dei “falchi” della Bundesbank e del governo federale tedesco, che mai hanno voluto far propria l'idea di dover sostenere, pur in condivisione con gli altri partner europei, il debito dei paesi “traballanti” dell'area euro.

La misura dell'alleggerimento quantitativo – *Quantitative Easing* in inglese – mediante acquisto di titoli di Stato è una misura che anche la Bce e l'Eurosistema, così come già hanno fatto anche Federal Reserve, Bank of England e Banca del Giappone, adotteranno per far fronte alla crisi deflattiva in cui sono cadute le economie di alcuni paesi dell'Eurozona, tra cui anche l'Italia, e che rischia di colpire anche economie dell'area Ume sino ad ora immuni. La misura dovrebbe consentire, nelle previsioni dei banchieri centrali, un aumento controllato dell'inflazione e dei prezzi, tale da spingere le economie verso la ripresa.

¹ giornalista pubblicista e scrittore.



I *bond* verranno acquistati sui mercati secondari dalle banche e dalle principali istituzioni finanziarie, con l'obiettivo così di dotare il sistema bancario, con il controvalore dei titoli venduti, di liquidità che, nelle intenzioni ufficiali dei banchieri centrali, dovrebbero tradursi in nuovo credito per imprese e famiglie.

La teoria monetaria della produzione (TMP)

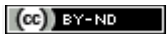
Nonostante la responsabilità diretta nell'elaborazione e nell'adozione di politiche monetarie, la Banca Centrale Europea non ha un ruolo centrale nel processo di produzione della moneta. Anzi, essa ha semplicemente il compito di soggetto terzo intermediario che si interpone nei pagamenti tra le banche come organo centrale dei pagamenti.

Secondo la teoria monetaria della produzione (TMP) ma anche secondo altre teorie economiche non ortodosse, la moneta è endogena al sistema economico. E', in particolare, un prodotto dell'attività creditizia delle banche. Secondo la teoria post-keynesiana dell'endogeneità della moneta, il volume di credito viene creato esclusivamente all'interno del settore privato, in quanto le banche non svolgono il ruolo di intermediari fra risparmiatori e mutuatari, bensì sono considerate produttrici di mezzi di pagamento, e svincolate dalla disponibilità precedente di depositi. Secondo la TMP come le altre teorie che si fondano sulla natura endogena della moneta, sono gli impieghi bancari a creare i depositi e non viceversa. Il sistema bancario crea moneta *ex nihilo*, in ossequio all'idea che i prestiti creino depositi.²

La teoria del circuito monetario è una descrizione del processo economico alternativa a quella neoclassica. E' stata elaborata nei suoi punti essenziali dall'economista napoletano Augusto Graziani, che prima di enucleare i capisaldi della teoria, si dedicò ad una corposa indagine scientifica su autori eterodossi del pensiero scientifico economico.³ La scuola neoclassica, nota

² G. Forges Davanzati, *Nicholas Kaldor on endogenous money and increasing returns (Preliminary drafts)*, febbraio 2015; F. Ferrara, *Moneta endogena, disponibilità di credito e preferenza per la liquidità*, in Monte dei Paschi di Siena - Studi e note di Economia, 1/98, p.87, in https://www.mps.it/NR/rdonlyres/B7F8B85E-B84F-4D67-B22E-AF8E1E9E1523/34396/g6_ferrara.pdf ; *Post Keynesian Approaches to Endogenous Money: a time framework explanation*, Review of Political Economy, Volume 15, number 3, July 2003, University of Missouri – Kansas City.

³ G. Forges Davanzati, *Cause ed effetti della restrizione del credito in Italia. Una interpretazione "circuitista"*, <http://www.dialetticaefilosofia.it/public/pdf/71bce.pdf> ; A. Graziani, *Equilibrio generale ed equilibrio macroeconomico*, Napoli, ESI, 1965; A. Graziani, *C'era una volta la teoria economica*, in «Alfabeta», n. 10, febbraio, 1980, ora in A. Graziani (1997c), pp. 209-218; A. *L'analisi marxista e la struttura del capitalismo moderno*, in Storia del marxismo, Vol. IV, Torino, Einaudi, 1982, pp. 701-741; A. Graziani (1984), *Moneta senza crisi*, in «Studi economici», n. 24, pp. 3-37; A. Graziani (1988), *Le teorie del circuito e la Teoria generale di Keynes*, in M. MESSORI, (a cura di) *Moneta e produzione*, Torino, Einaudi, pp. 95-115; A. Graziani, *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, in J. KREGEL, (a cura di), *Nuove interpretazioni dell'analisi monetaria di Keynes*, Bologna, Il Mulino, 1991, pp. 15-42.; A. Graziani (1992), *Teoria economia. Macroeconomia – quarta edizione*, Napoli, ESI; A. Graziani, *Teoria economica. Prezzi e distribuzione – terza edizione*, Napoli, ESI, 1993; A. Graziani, *La teoria monetaria della produzione*, Arezzo, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, 1994; A. GRAZIANI, *The Marxist theory of money*, in «International Journal of



anche come scuola marginalista, si riferisce ad un approccio generale alla disciplina economica basato sulla determinazione di prezzi, produzione e reddito attraverso il modello della domanda e dell'offerta. La scuola neoclassica viene fatta discendere dall'opera di Carl Menger, "I principi di economia politica"; Menger fu anche capofila della Scuola austriaca. Tra gli esponenti di rilievo del pensiero economico marginalista si ricordano anche Vilfredo Pareto, John Bates Clark, Irving Fisher, il salentino Antonio De Viti De Marco, Maffeo Pantaleoni ed il britannico William Stanley Jevons, considerato uno dei padri del marginalismo.

Secondo la TMP la creazione della moneta consegue alla delibera della banca di concessione di una linea di credito in favore di un'impresa: la finanza iniziale serve sostanzialmente a pagare la forza lavoro. L'azienda produrrà i suoi beni e li collocherà sul mercato. Con gli utili realizzati rimborserà il prestito bancario e chiuderà il cerchio. La moneta è dunque il *primum movens* della produzione di merci, nel senso che si ritiene impossibile l'avvio del processo produttivo senza la preventiva creazione di mezzi di pagamento da parte del sistema bancario.⁴

Secondo il circuitismo, il funzionamento del sistema economico contemporaneo assume l'aspetto di una «economia monetaria di produzione», descritta attraverso lo schema del «circuito monetario». Il circuito monetario è un modello costituito da più fasi ed avente come punto di partenza la creazione di moneta sotto forma di credito concesso dalle banche alle imprese; le imprese utilizzano la moneta ricevuta per pagare i servizi ottenuti dai salariati; con l'acquisto della produzione da parte dei salariati e delle loro famiglie, la moneta ritorna alle imprese; queste ultime, nell'ipotesi di tassi di interesse tendenti allo zero, possono allora restituire la moneta alle banche e chiudere in questo modo il circuito; un nuovo prestito di moneta dalle banche alle imprese rimette in moto il circuito e così via.⁵

Nell'ambito della TMP risulta fondamentale dunque il ruolo delle banche, cui viene delegato il compito di produrre moneta. La moneta ha natura creditizia, nel senso che essa è costituita da credito bancario, concesso alle imprese per l'avvio del processo produttivo. La moneta svolge la sua funzione essenziale proprio nel momento del finanziamento della produzione – il cosiddetto *initial finance* – così che la produzione di beni e servizi presuppone la produzione di moneta. Il primo passo nel processo economico, quello che apre il circuito monetario, è costituito proprio dalla decisione presa dalle banche di accogliere la richiesta di concessione di credito (finanziamento). Se

Political Economy», 27 (2), 1997a, pp.26-50.

⁴ G. Forges Davanzati, *op. cit.* "Questa impostazione – la cui genesi viene fatta risalire a Marx – ha i suoi primi sviluppi intorno agli anni venti del Novecento grazie ai contributi di Knut Wicksell e Joseph A. Schumpeter. Il suo consolidamento, sul piano analitico, si ha, in quegli anni, con il *Treatise on Money* di Keynes, ed è a partire dagli anni cinquanta del Novecento che gli studi nell'ambito della TMP subiscono un ulteriore impulso soprattutto per opera di economisti italiani e francesi", sempre in G. Forges Davanzati, *op. cit.*

⁵ R. Aréna, A. Graziani e N. Salvadori, *Money, credit, and the role of the state*



le imprese – le uniche ad avere accesso al credito bancario secondo i teorici del circuito - ricevono l'*initial finance* dal sistema bancario, e considerato che il primo acquisto da effettuare è quello delle prestazioni di lavoro salariato, mentre gli altri scambi sono ritenuti trascurabili essendo interni al settore delle imprese, otterranno credito pari al monte salari da corrispondere.

La domanda di credito delle imprese dipende dunque dal salario monetario e dal numero di lavoratori che le imprese intendono occupare. Sussiste pertanto una stretta relazione tra mercato del lavoro e mercato del credito: eventuali aumenti del salario monetario o del livello occupazionale determinano un maggior fabbisogno di credito. Ciò lascia intendere chiaramente come le politiche creditizie delle banche possano condizionare, anzi di fatto condizionino significativamente, quantità di salari reali e livelli occupazionali.⁶

Secondo la TMP, la moneta bancaria viene creata nel momento in cui un soggetto utilizza il credito concessogli da una banca per effettuare un pagamento e viene distrutta nel momento in cui il credito viene rimborsato. La moneta nasce dalla banca e si estingue tornando alla banca: *“il suo percorso può essere denominato circuito”*.⁷ Ma quanto di più dirimpiente viene affermato dal Graziani nella sua *Teoria* è che la società (la *collettività* la definisce giustamente l'autore, per dare un senso più profondo di un luogo fisico popolato di esseri umani) è suddivisa in due gruppi distinti, imprenditori e lavoratori consumatori, di cui solo i primi hanno accesso al credito bancario e godono di una capacità d'acquisto svincolata sia dal reddito che dal patrimonio posseduto, mentre i lavoratori consumatori possono spendere solo il reddito guadagnato.

“L'analisi economica, nello spiegare come la creazione di moneta determini simultaneamente la distribuzione del reddito fra consumi e investimenti e la formazione di salari e profitti, mostra anche come la moneta svolga funzioni che vanno molto al di là del semplice ruolo tecnico di rendere possibili gli scambi e di migliorare il funzionamento del mercato: per il gruppo ammesso a usufruire del credito bancario, la moneta è infatti fonte, sul piano economico di profitti, sul piano sociale di potere”.⁸

Sulla base di quanto esposto, appare dunque evidente come non sia la banca centrale, nel caso di specie la Banca Centrale Europea da sola o per il tramite delle banche centrali nazionali aderenti all'Eurosistema, a creare moneta da immettere nel circuito monetario e dunque nel sistema economico, bensì direttamente le singole aziende di credito. Le banche infatti hanno un ruolo imprescindibile nella concretizzazione delle politiche aziendali, a partire dall'avvio dell'attività sino anche al finanziamento degli *step* successivi, sino alla determinazione della quantità dei salari, sino

⁶ A. Graziani, *La teoria del circuito monetario*, Milano, Editoriale Jaka Book, pp. 14 e 25-26; G. Forges Davanzati, *op. cit.*, G. Forges Davanzati, *Credito, produzione, occupazione: Marx e l'istituzionalismo*, Roma, Carocci, 2011.

⁷ A. Graziani, *op. cit.*, p. 14.

⁸ A. Graziani, *op. cit.*, p. 15.



alla determinazione dei livelli occupazionali. Se per un motivo o per un altro una banca, che si sia approvvigionata di nuovo denaro presso l'Eurosistema, utilizza solo in parte o non utilizza affatto la nuova provvista da destinare agli attori dell'economia reale, significa che non crea nuova moneta, avendo deciso di non erogare nuova finanza. L'economia reale continua così a ristagnare e più profondi diventano gli effetti perversi del *credit crunch*.

Struttura del Quantitative Easing europeo.

Chi venderà i titoli alla banca centrale? Non lo Stato direttamente. La Bce infatti non può acquistare titoli di Stato in asta perché il suo statuto all'art. 21 vieta l'acquisto diretto di *bond* dagli Stati. Gli acquisti non saranno realizzati sul mercato primario ma solo sul secondario, probabilmente con meccanismo d'asta: la Bce indirettamente sosterrà le aste facendo spazio nei portafogli di investitori e banche partecipanti alle emissioni dei titoli di Stato. Ma la domanda in asta potrebbe via via raffreddarsi a causa di un rapporto rischio/rendimento annacquato dall'eccesso di liquidità: meglio allora, è questo l'invito esplicito del QE, guardare altrove, oltre i titoli di Stato, per incassare rendimenti più elevati e maggiormente commisurati al rischio. La politica monetaria espansiva delle Bce riduce i rendimenti attesi su investimenti di tipo finanziario e contribuisce a spostare l'interesse degli investitori anche verso l'acquisto di beni immobili di qualità⁹.

Secondo Ignazio Visco, governatore della Banca d'Italia, il *quantitative easing* all'europea vale mezzo punto di prodotto interno lordo in più nell'arco di due anni. I canali di trasmissione di questo impulso di espansione monetaria sono tanti, secondo il banchiere centrale italiano: non c'è infatti solo il canale dei prestiti bancari, anche perché la domanda di credito è ancora bassa e non c'è ancora un miglioramento generalizzato nelle condizioni d'offerta, tale per cui possa ragionevolmente prevedersi un incremento tangibile del credito bancario. Secondo Visco, tuttavia, la riduzione dei tassi d'interesse di lungo termine, il miglioramento delle aspettative d'inflazione in uno ad una crescita della fiducia nei consumatori, che porterà ad una ripresa dei consumi, oltre agli effetti di svalutazione dell'euro potrebbe produrre nell'arco di due anni mezzo punto di crescita in più, sia per l'Italia che per l'Eurozona, nonché un aumento dei prezzi pari a 0,3 – 0,4 punti per ciascun anno.¹⁰

Credit crunch e sistema del credito in Italia

Dopo la crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti, iniziata alla fine del 2006, in Italia l'offerta di credito bancario ha iniziato a decelerare nella prima metà del 2007. La dinamica dei prestiti si è

⁹ I. Busacchi, *Il «bazooka» per l'economia reale*, Il Sole 24 Ore, 22 gennaio 2015.

¹⁰ R. Bocciarelli, *Per Bankitalia la mossa vale mezzo punto di Pil*, Il Sole 24 Ore, 2



ancora affievolita con lo scoppio della crisi, fino a divenire negativa alla metà del 2009.

La Banca Centrale Europea, con il deliberato fine di contrastare la restrizione del credito in atto, ha varato quindi una strategia di politica monetaria espansiva e ha portato i tassi di interesse a valori negativi. Nelle intenzioni della Bce portare sotto zero i tassi sui depositi¹¹ avrebbe dovuto incentivare le banche a ridurre i loro depositi presso la Bce e a destinare maggiori risorse per il finanziamento della produzione e degli investimenti; tuttavia non era per nulla scontato che le banche reagissero nel modo previsto dalla Banca Centrale Europea, dal momento che, come è stato rilevato¹², tassi di interesse negativi sui depositi che le banche detengono presso la Bce equivalgono di fatto a una tassazione degli utili bancari, a fronte della quale ci si può attendere che le banche reagiscano aumentando i tassi di interesse sui prestiti a imprese e famiglie: l'esatto contrario di quanto prospettato dalla Banca Centrale. Contestualmente, per favorire ulteriormente la liquidità, la Bce ha fatto ricorso ad ulteriori misure di politica monetaria espansiva, tra cui il Tltro (*Targeted Long Term Refinancing Operation*) che prevede prestiti alle banche, nominalmente destinati all'economia reale, ma senza un vero e proprio obbligo – in quanto risulta carente la sanzione in caso di inadempimento – per le banche beneficiarie a destinare effettivamente il denaro a finanziamenti a medio – lungo termine in favore di famiglie ed imprese.

In concreto il sistema bancario ha parcheggiato buona parte delle risorse finanziarie ricevute dalla Bce con i Tltro nei mercati finanziari dei titoli di Stato, che garantiscono una remunerazione costante con le cedole, generalmente semestrali e dunque rendono di più degli impieghi ai privati, a causa del rischio di insolvenza generalmente più elevato conseguente alla crisi.

Le interpretazioni sulle cause della restrizione del credito hanno poi portato ad avvalorare l'ipotesi che il *credit crunch* dipenda dalla sottocapitalizzazione del sistema bancario italiano e che, conseguentemente, il rimedio consista nel ricapitalizzarle. Con riferimento al caso italiano, le principali fonti statistiche, come il Bollettino Statistico della Banca d'Italia, non evidenziano gravi problemi di sottocapitalizzazione del sistema bancario italiano: a fine dicembre 2014, le sofferenze bancarie sono pari a 183,7 miliardi di euro, mentre a fine dicembre 2013 si aggirano attorno a circa 155,5 miliardi (il 15.5% dei crediti complessivi) a fronte dei 77 miliardi circa della seconda metà del 2010. E' importante sottolineare che, come certificato dall'Ocse nel 2013, le banche italiane sono meno sottocapitalizzate della media Ocse.

Esigenze di ricapitalizzazione sono emerse di recente, a seguito degli *stress test* condotti dalla Bce

¹¹ G. Forges Davanzati, *op. cit.*: "Una manovra di politica monetaria espansiva può realizzarsi attraverso una manovra sui tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale".

¹² A. Terzi, *I tassi sotto zero congelano l'Europa*, 4 Dicembre 2013, <http://keynesblog.com/2013/12/04/i-tassi-sotto-zero-congelano-la-deflazione/>



sulle principali banche dell'Eurozona, solo a carico di due aziende di credito italiane (Banca Monte dei Paschi di Siena e Cassa di Risparmio di Genova) che saranno interessate a breve dagli aumenti di capitale richiesti dalle autorità di vigilanza europee. Dette ricapitalizzazioni sono richieste non solo a causa del deteriorato quadro contabile indotto dall'aumento delle sofferenze (anche a fronte di un riscontrato aumento delle stesse rispetto ai crediti concessi), ma anche dai maggiori requisiti patrimoniali richiesti in conseguenza della recrudescenza della crisi economico-finanziaria.

In realtà il fenomeno della restrizione del credito in Italia non dipende, come da qualcuno ritenuto, da un'eccessiva propensione al rischio ovvero da una gestione inefficiente delle banche: l'esperienza insegna infatti che l'offerta di credito soggiace ad andamento pro-ciclico. L'offerta di credito bancario cresce in fasi espansive e si riduce in fasi recessive, in modo del tutto indipendente dalle modalità di gestione degli istituti di credito.

“Le decisioni delle banche di erogare credito dipendono essenzialmente dalla solvibilità dei debitori. La solvibilità delle imprese dipende dai profitti realizzati (e da quelli attesi), così come la solvibilità delle famiglie dipende dal loro reddito corrente e atteso. In un contesto di elevata e crescente disoccupazione, la solvibilità di imprese e famiglie non può che ridursi. Ciò si verifica perché, per quanto riguarda le imprese nel loro complesso, un elevato tasso di disoccupazione, in quanto si associa a bassi salari e dunque a bassi consumi, implica bassi profitti monetari, che possono, a loro volta, implicare bassi profitti attesi. Il che non solo riduce la possibilità di rimborso dei debiti, ma ha anche l'effetto di disincentivare la domanda di finanziamenti. Per quanto riguarda le famiglie, è di palese evidenza che in condizioni di elevata (e crescente) disoccupazione e bassi salari (con prospettive di ulteriori riduzioni), è bassa sia l'erogazione di credito al consumo da parte delle banche, sia la domanda di finanziamenti da parte dei consumatori”¹³.

La direzione di causalità (maggiori finanziamenti alle banche – maggiore erogazione di credito – maggiori investimenti – minore disoccupazione) viene dunque ribaltata: è l'elevata disoccupazione a causare la restrizione del credito, in un circolo vizioso per il quale è poi la restrizione del credito a causare ulteriore crescita della disoccupazione. Il problema è accentuato dall'interazione fra caduta della domanda aggregata e dinamica della produttività. In un contesto di crescente disoccupazione e, dunque, di calo dei consumi, riducendosi la produzione si riducono gli investimenti (e/o aumentano i fallimenti di imprese) e, per conseguenza, si riduce la dotazione di capitale. In quanto le banche tendono a erogare credito anche sulla base della congettura del *too big to fail*, si contrae, anche per questa via, l'offerta di credito. Nei rapporti banche-imprese accade che l'allocazione del credito bancario continui a favore delle aziende già “inserite” nei canali creditizi. Le imprese maggiormente

¹³ G. Forges Davanzati, *op. cit.*



penalizzate sono dunque le imprese di piccole dimensioni, che non hanno accesso ai mercati finanziari, quale fonte ulteriore o alternativa di finanziamento rispetto al tradizionale canale bancario.

E' dunque solo un aumento della domanda a poter spingere le banche ad accrescere i finanziamenti alle imprese.

La Germania tra trucchi e solidità finanziaria.

L'atteggiamento tedesco di ostilità verso le politiche monetarie della Bce si spiega soprattutto per la solida posizione economica e finanziaria, frutto di un'economia che solo da pochi mesi incomincia a sentire qualche effetto della crisi e che nel lavoro riesce a produrre condizioni almeno ufficialmente prossime all'obiettivo della massima occupazione (al lordo però dei c.d. *mini jobs*). Inoltre la Germania rimane ancora una delle poche nazioni dell'Eurozona ad assicurare, pur dopo i recenti tagli, uno stato sociale intensamente invidiato dai paesi mediterranei. La Germania è inoltre uno dei pochi Stati europei a rispettare il requisito, prescritto dal *fiscal compact*, del rapporto tra deficit e Pil entro il 3%.

Eppure, come osserva anche Paul Krugman, “*i tedeschi dicono che i problemi li hanno affrontati, perché i Paesi del Sud Europa non dovrebbero fare altrettanto? Bé, perché il Sud Europa ha giocato rispettando le regole, ma quando era in difficoltà, le regole sono state cambiate a suo sfavore*”.¹⁴

In effetti il Trattato sulla Stabilità, coordinamento e *governance* nell'unione economica e monetaria, meglio noto come *fiscal compact*, approvato il 2 marzo 2012 da 25 dei 28 Stati membri dell'Unione Europea, cioè da tutti con l'esclusione di Gran Bretagna, Croazia e Repubblica Ceca, entrato in vigore dal 1° gennaio 2013, ha introdotto ed in taluni casi confermato le regole di bilancio che gli Stati firmatari sono tenuti a rispettare. I rigidi vincoli del *fiscal compact* sono in parte mutuati dal Patto di Stabilità e Crescita del 1997, che ha previsto l'obbligo per ogni Stato di mantenere il disavanzo pubblico entro il 3% del Pil, con l'obiettivo di un debito pubblico al di sotto del 60% del Pil e con il rischio, per i contravventori, di incorrere in una procedura di infrazione per debito eccessivo. Obblighi che discendono tutti dall'applicazione del Trattato di Maastricht. L'Italia è ancora oggi – o meglio lo è stata sino ad oggi - tra gli unici paesi europei a rispettare il vincolo del 3%. La Francia nel 2012, quando all'Italia fu richiesto di rientrare con ogni mezzo, era ferma al 4,7 – mentre l'Italia aveva già due punti di meno – ed ha dichiarato di recente che non riuscirà a rispettare il vincolo sino al 2017. Il Portogallo era fermo al 5% per poi scendere di mezzo punto; la Spagna nel 2012 era al 7% - oggi tra il 5 ed il 6% - l'Irlanda al 8,3%.

¹⁴ P. Krugman, *Il Sud Europa paga l'aver rispettato le regole*, Il Sole 24 Ore, 25 gennaio 2015, p.2.



Dal 2000 al 2005, prima dello scoppio della crisi del 2007, la spesa pubblica tedesca è invece aumentata di circa 120 miliardi di euro. Tale incremento fu utilizzato per circa 90 miliardi di euro in sussidi alle imprese e in politiche attive per il mercato del lavoro. Denari dunque destinati a crescita e ripresa che invece non sono stati concessi ad Italia e Grecia in primo luogo, a causa delle rigide politiche di *austerity* dettate da Maastricht e dal *fiscal compact*, interpretato ed applicato dunque in maniera diversa a seconda dei casi, in ossequio al peggior doppiopesismo.

Così la Germania per 4 anni di seguito ha sfiorato la regola del 3% nel rapporto deficit/pil, aumentando notevolmente la spesa pubblica e dunque il disavanzo per finanziare le proprie imprese e spendendo soldi pubblici anche per rendersi competitiva con le riforme Hartz, che hanno portato ad un abbattimento del costo del lavoro, a colpi di precarietà con la *flexicurity* e i *mini jobs*, che determinarono un declino dei salari nominali e reali tedeschi, scesi fra il 2003 e il 2009 di circa il 6%. La Germania così ha potuto rimettersi in carreggiata ed acquisire un vantaggio competitivo rispetto ai *partner* europei (e non solo), potendo, grazie all'aumento del debito pubblico, contribuire alla ripresa dell'economia ed incrementare di conseguenza le entrate fiscali. Così, come per incanto, il rapporto deficit/Pil tedesco è ritornato in sintonia con il *fiscal compact*.¹⁵

La Commissione Europea, oltre a chiudere uno e più occhi di fronte alla situazione tedesca, ha raccomandato al Consiglio Europeo di prorogare i termini per la correzione del disavanzo eccessivo per soli sei paesi (Spagna, Francia, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Slovenia) escludendo senza motivo l'Italia da tale beneficio.

Il Quantitative Easing europeo

Al di là di quanto spesso si sostiene, il *Quantitative Easing* rientra tra le opzioni convenzionali di una Banca Centrale ed è utile al raggiungimento di più scopi contemporaneamente. Lo strumento principale impiegato da una Banca centrale per regolare la quantità di moneta in circolazione è, come noto, quello di alzare o abbassare il costo del denaro. Se la quantità di denaro in circolazione è troppa e c'è il rischio di una tensione inflazionistica, la Banca centrale alza il costo del denaro, drenando così liquidità dal mercato. In caso contrario, il costo del denaro viene ridotto, così da rendere più conveniente indebitarsi per dar vita a nuove attività produttive, ed evitare il rischio della deflazione. Il tasso di riferimento in Europa è bassissimo, pari allo 0,05%. Addirittura di recente le banche si sono potute indebitare verso Bce allo 0,15% per finanziare linee di credito a medio termine, che sarebbero tenute a destinare solo e soltanto ad imprese e famiglie (Tltro), salvo poi spesso dedi-

¹⁵F. Amodeo, *La truffa del Fiscal Compact e l'inganno tedesco (in pillole)*, 29 marzo 2014, <http://francescoamodeo.net/2014/03/29/la-truffa-del-fiscal-compact-e-inganno-tedesco-in-pillole/>



care le somme ricevute in prestito, con l'esplicito benestare dei banchieri centrali, al più conveniente acquisto di titoli di Stato, che offrono una remunerazione spesso costante per l'investimento sostenuto e con un rischio di insolvenza decisamente più contenuto rispetto alla media delle controparti private da affidare con linee di credito.

La Bce dunque, esercitando una delle sue prerogative fondamentali, cioè il controllo sulle dinamiche dei prezzi tali per cui vi possa essere, conformemente al suo mandato, un'inflazione prossima al 2%, ha abbassato progressivamente i tassi di interesse, portando quello di riferimento (tasso Bce) addirittura allo 0,05% dal 4 settembre scorso. Nonostante gli interventi della Banca Centrale, in verità spesso tardivi se non addirittura solo parzialmente efficaci (come nel richiamato caso dei Tltro), la situazione nell'Eurozona è rimasta pesante, con una crisi economico-finanziaria, iniziata tra il 2007 ed il 2008, pressoché generalizzata, cui hanno fatto seguito negli ultimi mesi e soprattutto nell'ultimo anno, dinamiche di bassa inflazione e recessione. Nei Paesi ritenuti marginali e periferici come Grecia, Spagna, Portogallo ma anche Francia ed Italia, la bassa inflazione si è spesso trasformata in deflazione.

Quando i tassi di interesse sono praticamente pari a zero, come da qualche tempo nell'Eurozona e da ancor prima negli Stati Uniti, e tuttavia l'economia non risponde come dovrebbe agli stimoli espansivi già posti in essere, le banche centrali estraggono un nuovo asso dalla manica, quello dell'alleggerimento quantitativo, appunto.

“Il governo degli Stati Uniti ha una tecnologia, chiamata macchina da stampa (o il suo equivalente elettronico di oggi), che le permette di produrre quanti più dollari desidera essenzialmente a costo zero. Aumentando il numero di dollari americani in circolazione, o anche minacciando di farlo in maniera credibile, il governo americano può anche ridurre il valore di un dollaro in termini di beni e servizi, il che equivale ad aumentare i prezzi in dollari di tali prodotti e servizi. Concludiamo che, nell'ambito di un sistema di carta-moneta, un governo può sempre generare un determinato aumento delle spese e, quindi, inflazione positiva”.¹⁶ Nient'altro che il *Quantitative Easing*.

Nel caso del *Quantitative Easing* in salsa europea la Bce ma soprattutto le banche centrali nazionali emetteranno nuova moneta elettronica, che verrà utilizzata per l'acquisto sul mercato secondario di titoli di Stato ed altri *assets* anche emessi da banche (*Asset Backed Securities*). Le banche centrali nazionali per l'80%, la Bce per il 20%, consegneranno a banche ed investitori istituzionali già portatori dei titoli, il controvalore finanziario, rilevando in cambio gli stessi titoli. Sarà dunque possibile tramutare sui mercati secondari i titoli individuati in liquidità. L'immissione di nuova liquidità,

¹⁶ N. Mastrolia, *Il Quantitative Easing 3 e la Cina*, CeMiSS Instant Study, 18 settembre 2012, http://www.difesa.it/SMD/_CASD/IM/CeMiSS/Pubblicazioni/Documents/Contributi/Mastrolia/IS_CINA_.pdf



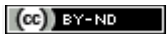
aumentando la massa monetaria, dovrebbe contribuire ad ingenerare dinamiche inflazionistiche. Certamente comporterà una svalutazione della moneta, peraltro già in atto, rendendo l'euro maggiormente competitivo negli scambi commerciali. Un euro debole, cui fa da contraltare un dollaro forte, agevola le esportazioni, contribuendo così ad una ripresa della produzione ed in prospettiva anche ad una possibile ripresa dell'occupazione negli ambiti merceologici interessati.

Che la liquidità consegnata a banche ed altre istituzioni finanziarie possa raggiungere, tramite il sistema bancario, l'economia reale, è però cosa tutta da verificare. Come è accaduto già con la fallimentare esperienza dei Tltro, infatti, è presumibile che le banche beneficiarie dell'alleggerimento quantitativo esitino a destinare quanto o parte di quanto ricevuto dall'Eurosistema nel fare credito ad imprese e consumatori e ciò per almeno tre ordini di motivi:

- 1) innanzitutto, la Banca Centrale Europea non ha posto espliciti obblighi ai venditori di *bond* di reimpiegare il corrispettivo ricevuto nella concessione di finanziamenti e linee di credito ad imprese e famiglie;
- 2) le banche soggiacciono alle regole di Basilea 2 (ed a breve anche a quelle più rigide di Basilea 3) in tema di erogazione del credito, per cui quanto più è alta la probabilità di insolvenza del soggetto da affidare, maggiori sono gli accantonamenti da eseguire, maggiore è l'assorbimento di patrimonio di vigilanza. Ne consegue che le banche, in un'ottica di prudente gestione, preferiscono tendenzialmente non affidare i soggetti che non dispongano di una condizione patrimoniale e soprattutto finanziaria equilibrata. Pertanto, pur in presenza di maggiori liquidità, le banche continueranno, davanti a soggetti con rischio di insolvenza medio – alto, a non fare credito;
- 3) *last but not least*, i requisiti patrimoniali richiesti alle banche europee dalla Bce sono diventati sempre più rigorosi, tanto che, all'esito degli *stress test*, sono stati richiesti più elevati coefficienti patrimoniali (Cet1 ratio) alle banche bocciate, tra cui, in particolare, le italiane Monte dei Paschi di Siena e Carige. Il *quantitative easing* correlato all'acquisto di *bond* sovrani è stato dunque prima pensato e poi effettivamente deliberato dalla Bce all'indomani dell'innalzamento dei requisiti patrimoniali delle banche. L'immissione di nuova liquidità nei bilanci delle banche contribuirà ad accrescerne la solidità patrimoniale e finanziaria.

I tre punti sopra enunciati sono strettamente connessi tra di loro, in particolare i numeri 2) e 3). Di questi non si può fare a meno per comprendere l'operazione deliberata da Francoforte e, soprattutto, le sue possibili conseguenze.

Negli Stati Uniti il QE funziona piuttosto bene in quanto le imprese, per almeno il 70%, utilizzano canali di finanziamento diversi da quello bancario, ricorrendo principalmente ai mercati finanziari.



Questi ultimi beneficiano dell'immissione di liquidità della Fed, che acquista sul secondario i *T-bond*. Le dimensioni standard delle imprese statunitensi sono, diversamente da quelle italiane, medio grandi e molte di esse sono quotate sui mercati finanziari regolamentati e non (*OTC markets*). Ne consegue che le società quotate si finanziano principalmente con la raccolta del risparmio investito sul flottante, per cui la quotazione di propri titoli, azionari ed obbligazionari, assurge a fondamento del finanziamento da fonti esterne. Inoltre, vi sono soggetti terzi rispetto alle banche che provvedono al finanziamento dell'economia reale: i principali enti finanziatori, infatti, non sono le banche, bensì organismi di investimento collettivo del risparmio (fondi comuni di investimento, *Sicav*), fondi pensione e compagnie assicurative. In Europa ed in Italia ancor di più, il sistema di erogazione del credito è invece fortemente bancocentrico, e sappiamo perfettamente in quali difficoltà versino molte banche del Vecchio Continente.

Infine, circostanza questa di non poco momento, la banca centrale non può finanziare direttamente gli Stati membri, che avrebbero vincoli meno rigidi, rispetto a quelli delle banche, nel finanziare economia e lavoro. La Bce, infatti, non è ente prestatore di ultima istanza, come lo sono, per esempio, la Fed e la Banca del Giappone, quindi non può allocare liquidità sui conti dei singoli Stati membri. Certo, c'è il famoso vincolo del 3% e l'obbligo del pareggio di bilancio, inserito in Costituzione italiana, ma gli investimenti in crescita ed innovazione dovranno uscire dal computo diretto del *deficit*.

Aumento del debito sovrano e sistema bancario. I casi di Grecia ed Italia.

La crisi bancaria e la crisi del debito sovrano hanno aumentato lo *stock* del debito pubblico nell'Eurozona di circa 1.300 miliardi in quattro anni. Un debito che è entrato in prevalenza nei portafogli delle banche, degli investitori istituzionali, dei risparmiatori sotto forma di titoli di Stato, sottraendo risorse finanziarie che sarebbero potute confluire nell'economia reale. Moltissime banche europee hanno infatti preferito, d'intesa con gli Stati e con la Bce, investire risorse economiche crescenti nell'acquisto di titoli del debito pubblico: i *bond* garantiscono comunque un rendimento certo e spesso costante e sono un investimento per definizione scarsamente rischioso, perlomeno se i titoli acquistati sono emessi da Stati con un buon *rating*; meglio dunque erogare credito a singhiozzo e col contagocce ad imprese e aziende, sfiancate dalla crisi e non sempre nelle condizioni di adempiere alle proprie obbligazioni rimborsando i debiti, peraltro proprio ora che la stessa richiesta di credito si è man mano contratta nel tempo e pare non apprestarsi a ripartire.

La BCE con il suo QE esteso ai titoli di Stato intende dunque acquistare sul mercato secondario BTp o Bund, OaT o Bonos per liberare risorse finanziarie e invogliare investitori, intermediari e ri-



sparmiatori a impiegare la liquidità altrove a caccia di rendimenti più elevati. Il QE tra le altre cose comprime anche i rendimenti dei titoli acquistati dalla banca centrale¹⁷.

Alla Bce spetterà il coordinamento degli acquisti delle banche centrali nazionali secondo proporzioni in linea con le quote di ogni paese nel capitale della Bce. “*Non è affatto detto che ogni banca centrale acquisti solo titoli del proprio paese, né che la proporzione dei titoli sia fissa (potrebbe essere impossibile nel caso di paesi piccoli e con poco debito). (...) viene sancita la centralità dell'organo direttivo della Bce nel decidere le modalità degli acquisti anche modificandole nel corso del tempo. In teoria, come in passato, la Bce potrebbe modificare il programma qualora i governi abusassero del credito facile per non rispettare gli impegni, un'ipotesi che avrà una verifica con il caso greco*”.¹⁸

Il debito pubblico greco ammonta a ben 322 miliardi di euro che, secondo i dati del Ministero delle Finanze ellenico resi pubblici alla fine del terzo trimestre 2014, sono solo per il 17% in capo a soggetti privati. Il 62% è in capo ai governi dell'Eurozona, il 10% all'Fmi e l'8% alla Bce mentre il restante 3% è custodito nella Banca centrale greca. I governi dell'Eurozona, tra prestiti bilaterali concessi in occasione del primo salvataggio nel 2010 e fondi elargiti attraverso l'Esm, sono esposti complessivamente per 195 miliardi di euro. Inoltre hanno sostenuto la Grecia, in proporzione alle loro quote di partecipazione, anche attraverso la Bce. Il primo creditore della Grecia è la Germania con 60 miliardi, cui segue la Francia con 46. L'esposizione dell'Italia ammonta a circa 40 miliardi. Dietro il nostro Paese si colloca la Spagna con circa 26 miliardi, seguita dall'Olanda con circa 12 miliardi.

Il debito pubblico italiano è detenuto prevalentemente (67,1%) da italiani, come risulta dalle ultime statistiche della Banca d'Italia al giugno 2014: 20,1% banche italiane, 13,6% assicurazioni italiane, 3,1% fondi comuni italiani, 12% famiglie italiane, 7,8% detentori italiani quali società non finanziarie, i fondi pensione e altre tipologie di investitori, 5,5% Banca d'Italia, 5% le gestioni patrimoniali e fondi comuni amministrati da operatori esteri ma riconducibili a risparmiatori italiani. Al giugno 2014 l'Eurosistema risultava detenere (al netto dei titoli in Banca d'Italia) il 3,7% dei titoli di Stato italiani in circolazione, acquistati con il *Securities markets programme* e con lo *status* di creditore *senior* (privilegiato, non *pari passu*). Il resto, pari al 29,4%, risultava essere in mano a detentori esteri.

Fatte tali premesse, osserviamo che le banche e le altre istituzioni finanziarie che hanno in portafoglio titoli sovrani non sono affatto tenute ad accettare la (nuova) moneta emessa dalle banche centrali e vendere i titoli a Bce e, soprattutto, a banche centrali nazionali. Non esiste alcun obbligo a

¹⁷ I. Busacchi, *Il «bazooka» per l'economia reale*, Il Sole 24 Ore, 22 gennaio 2015

¹⁸ I. Busacchi, *cit.*



contrarre. Anzi si potrebbe dare il caso che una o più banche potrebbero trovare conveniente conservare titoli sovrani in ragione del flusso cedolare costante e delle positive conseguenze in termini di *assets* patrimoniali e qualità del credito. Molto dipenderà dall'esito delle aste e dal prezzo di mercato che verrà riconosciuto ai titoli e dall'effettivo loro deprezzamento.

Se l'obiettivo principale del QE europeo è quello di risollevare l'inflazione nell'Eurozona ed aiutare la crescita del Pil, va detto che se ciò accadrà, non avverrà in modo uniforme, per diverse ragioni: innanzitutto, crescita ed inflazione si sono manifestate con intensità differenti ed a macchia di leopardo, con particolare sofferenza per i paesi del Sud Europa; inoltre, i *bond* governativi dei diversi Stati hanno rendimenti a volte molto diversi tra loro, ragion per cui gli acquisti da parte dell'Eurosistema verranno condotti in modo differente, caso per caso. Perciò, su pressione del governo tedesco, il grosso dei titoli di Stato sarà acquistato dalle banche centrali nazionali, di modo che il rischio di insolvenza dei Paesi meno "accreditati" ricadrà in buona parte proprio sulle banche centrali nazionali! E ciò rende in parte inefficace la misura in corso di esecuzione.

Sarebbe pertanto opportuno affiancare alla misura del *Quantitative Easing* politiche di espansione fiscale, al fine di sostenere la domanda aggregata e raggiungere al più presto l'obiettivo di inflazione, tanto con un aumento della spesa pubblica o, meglio ancora, con una riduzione dell'imposizione fiscale tale da consentire la ripresa della domanda e dunque dell'economia, e così un aumento del tasso d'interesse (inflazione).

Il QE allenta il vincolo di bilancio sui governi, perché sostituisce debito pubblico in circolazione con moneta che non deve essere rimborsata, ovviamente. L'effetto è tanto maggiore quanto più a lungo dura l'espansione del bilancio della banca centrale. I governi dell'area euro potrebbero quindi aumentare anche solo temporaneamente il disavanzo fiscale, senza per questo peggiorare la sostenibilità del loro debito. Ma questo difficilmente accadrà, perché il coordinamento della politica fiscale e monetaria nell'area euro non è ancora in programma.