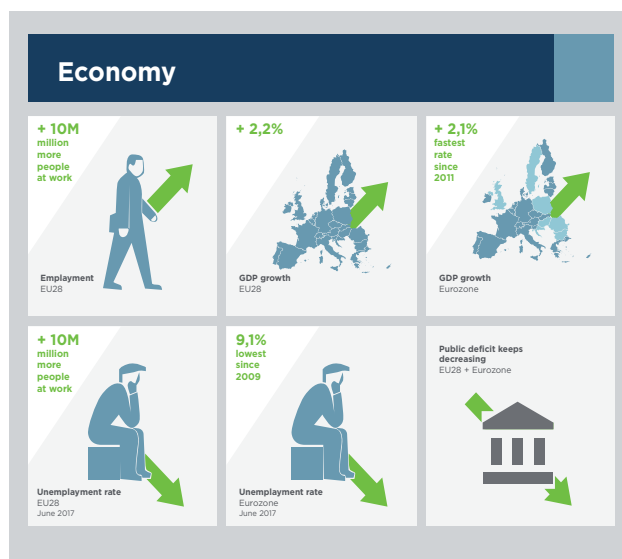


LA BCE DI FRONTE ALLA CRISI

di Silvia Mangiavini,
Comitato di redazione Quale Impresa
[@SilviaMngBS](#)

In virtù del suo mandato primario, cioè la stabilità dei prezzi (vedi box "La BCE"), la Banca Centrale Europea (BCE) si è trovata, negli ultimi anni, ad affrontare la sua più grande sfida: sostenere e stimolare l'economia europea nel corso di una gravissima crisi finanziaria che ha colpito pesantemente l'Eurosistema.

La crisi del 2008-2009 ha colpito gravemente i Paesi europei, causando un aumento vertiginoso del debito sovrano, in particolare dei Paesi più vulnerabili, e portandoli vicino al rischio di default. La BCE si è trovata quindi nella condizione di dover intervenire per contrastare la peggiore recessione dal secondo dopoguerra. Per poter mantenere il livello dei prezzi stabile, normalmente la Banca Centrale Europea regola la quantità di moneta presente nel sistema tramite operazioni di mercato aperto, cioè tramite l'acquisto e la vendita titoli di Stato, attraverso i cosiddetti strumenti convenzionali, che la BCE ha sfruttato ampiamente fino al 2014. In particolare, con i programmi LTRO e TLTRO, che in sostanza sono 'aste di



© European Union, 2017





liquidità' dedicate alle banche. Lo scopo di queste operazioni era quello di sostenere il debito pubblico dei Paesi Europei. Obiettivo che è stato raggiunto solo in parte, in quanto inizialmente, con il LTRO, le banche hanno usato buona parte dei finanziamenti ricevuti per ristrutturare il proprio capitale, in vista delle nuove regole imposte dall'Europa per rafforzare il sistema creditizio.

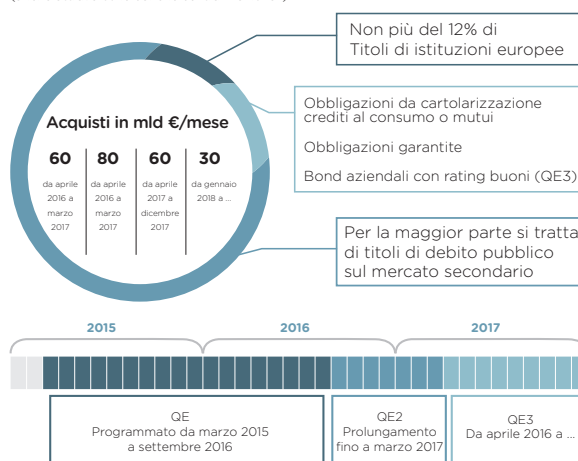
Mentre ha funzionato meglio in un secondo momento il TLTRO, dove il target non era altro che il finanziamento dell'economia reale: se non prestati all'economia reale (vale a dire a famiglie e imprese), i finanziamenti avrebbero dovuto essere restituiti in anticipo. Anche questo secondo passaggio, però, non si è rivelato sufficiente e l'Eurozona ha continuato a non dare segnali convincenti di ripresa. Per di più, in una situazione di tassi di interesse estremamente bassi, la capacità di mettere in campo misure convenzionali di politica monetaria è estremamente ridotta. I tassi di interesse molto bassi, infatti, mettono pesantemente sotto pressione il sistema economico, comprimendo il reddito da interessi così che, da un lato si riduce lo stimolo delle banche a concedere finanziamenti e dall'altro si riduce anche il ritmo di accumulo dei risparmiatori. Avendo minore accesso a finanziamenti, le imprese a loro volta non possono investire e innovare e rischiano, a lungo andare, di trovarsi nella condizione di ridurre i prezzi, quindi di avere minore remunerazione e quindi di avere ancora maggiore difficoltà ad accedere a finanziamenti, causando alla fine un circolo vizioso che rischia di portare al collasso il sistema economico. La BCE si è trovata, quindi, a fronteggiare una situazione estremamente difficile con poche armi a sua disposizione. Di fronte a queste sfide la Banca Centrale Europea ha deciso di mettere in atto un ambizioso piano di sostegno all'economia, ricorrendo a uno strumento di politica monetaria non convenzionale, cioè il Quantitative Easing (QE) (vedi box "Quantitative Easing"). A partire dal marzo 2015 la BCE ha riversato nel sistema economico nuova moneta, acquistando titoli al ritmo di 60 miliardi di euro al mese, per poi aumentare a 80 miliardi a partire da aprile 2016 e di nuovo ridotti a 60 da aprile 2017 a fine 2017 e annunciando il dimezzamento degli investimenti a partire da gennaio 2018. Con questi interventi non convenzionali, la BCE ha messo in atto una politica espansiva, fornendo nuova liquidità al sistema economico attraverso le banche che a loro volta, grazie ai vincoli imposti dalla BCE stessa, lo hanno ribaltato sull'economia reale, tornando a finanziare imprese e famiglie, che quindi sono potute tornare a investimenti e consumi, innescando così finalmente la ripresa econo-

mica tanto attesa a cui assistiamo oggi. Una ripresa che, però, ancora non convince del tutto. Se, infatti, il livello dei prezzi e il tasso di inflazione sono tornati a crescere, non hanno ancora raggiunto i livelli auspicati dalla BCE. In particolare, il tasso di inflazione, una volta depurato dalle sue componenti più volatili come componenti energetiche e i consumi alimentari, resta più basso delle attese. Cosa che, secondo gli analisti, indica una mancanza di spinte interne per la ripresa. Come dire che la ripresa, per il momento dipende ancora dall'afflusso di liquidità sui mercati da parte della BCE. Ma il QE non è scevro di rischi. Al momento le imprese, sull'onda dei tassi di interesse ai minimi storici (e mantenuti tali dalla politica monetaria in atto), sono tornate a investire e a chiedere e ottenere finanziamenti a condizioni molto vantaggiose. Ma cosa succederà quando le condizioni cambieranno e i tassi torneranno a crescere? L'economia sarà tornata a una crescita tale per cui le imprese saranno in grado di far fronte agli impegni presi? Come reagirà il mercato, che oggi è drogato dall'enorme quantità di moneta generata dal QE, quando il programma arriverà a termine e le condizioni cominceranno cambiare?

Infine, la liquidità generata dal QE potrebbe non trovare completamente sfogo nell'economia reale, finendo per essere utilizzata sui mercati azionari, ai quali, nel frattempo, potrebbero essersi rivolti anche gli investitori, scoraggiati dai tassi di rendimento bassissimi dei titoli di Stato e in cerca di remunerazioni più interessanti. Questo potrebbe portare a bolle speculative che le Banche Centrali potrebbero non essere in grado di controllare, con tutte le conseguenze negative che questo potrebbe portare.

IL QUANTITATIVE EASING

Cosa può comprare la BCE
(anche attraverso le banche centrali nazionali)





Perciò si può dire che la Banca Centrale Europea sia riuscita, almeno fino ad ora, ad adempiere al suo mandato. Ha avuto la forza di attuare un piano di politica monetaria espansiva ambizioso, ma non privo di rischi, che non sono ancora scongiurati, come non manca di far notare il Governatore della Bundesbank Jens Weidemann, da sempre critico nei confronti del programma di Quantitative Easing. Inoltre, il mandato della BCE è limitato alla sola politica monetaria, escludendo interventi di politica economica, che rimangono di competenza degli Stati e degli organi politici dell'Unione Europea.

Anche se la Banca Centrale si è dimostrata un baluardo a difesa della moneta unica, potrebbe non essere in grado in futuro di sostenere di nuovo l'economia europea come ha fatto negli ultimi 5 anni, in mancanza di una politica economica comune a tutto l'Eurosistema.

È infatti indubbio che l'Eurosistema si sia rivelato estremamente vulnerabile agli attacchi speculativi che hanno portato alcuni Stati sull'orlo del default a causa della mancanza di una politica economica comune. L'Euro è una moneta comune a 19 Paesi, che quindi hanno messo in comune la loro politica monetaria, mantenendo però ciascuno la propria politica economica, senza contare la presenza nel SEBC di Paesi che hanno anche mantenuto la propria moneta. Questa debolezza è stata



Fonte europa.eu

più volte evidenziata dallo stesso Presidente della BCE, Mario Draghi, che ha sollecitato il completamento dell'unione bancaria e la creazione di un sistema europeo di assicurazione dei depositi, con lo scopo di rendere più solido il sistema economico europeo. Per dirla con Jean Monnet "I problemi che i nostri Paesi sono chiamati a risolvere non sono gli stessi del 1950. Il metodo però rimane lo stesso: trasferimento di potere a istituzioni co-

LA BCE - La Banca Centrale Europea (BCE) nasce il 1° gennaio 1999 ed è l'istituzione europea deputata alla gestione dell'Euro e della politica monetaria dell'Unione Europea (UE), come stabilito dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e dallo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea. Oltre al Comitato Esecutivo, che cura l'attuazione della politica monetaria dell'area euro e gestisce gli affari correnti della BCE, la Banca Centrale Europea è governata dal Consiglio Direttivo, formato dai Governatori delle Banche Centrali dei Paesi che hanno adottato l'Euro e che insieme formano il cosiddetto Eurosistema. È il Consiglio Direttivo che formula la politica monetaria dell'area euro e decide il quadro generale di riferimento per il sistema di vigilanza comunitario. A questi due organi si affianca il SEBC, il Sistema Europeo delle Banche Centrali, che riunisce i Governatori delle Banche Centrali di tutti i membri della UE e che collabora con gli organi decisionali della BCE in modo da armonizzare per quanto possibile le politiche economiche e monetarie della UE. Vanno, inoltre, citati il Consiglio Generale (si occupa dell'assolvimento delle funzioni informative e statistiche e delle disposizioni necessarie a uniformare gli aspetti contabili e procedurali tra le Banche Centrali Nazionali (BCN), nonché delle condizioni di impiego dei dipendenti della BCE) e il Consiglio di Vigilanza (incaricato dei compiti di vigilanza della BCE) Per poter svolgere i propri compiti, alla BCE e alle BCN è stata garantita, a partire dai Trattati e dalle singole legislazioni nazionali, l'indipendenza dalle istituzioni politiche

comunitarie e nazionali. Pertanto, né la BCE, né le BCN, né i membri dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi della UE o dei singoli Stati membri e questi sono tenuti a rispettare il principio di indipendenza della BCE e delle BCN. Sempre al fine di garantirne l'indipendenza, la BCE dispone di un bilancio proprio, che gestisce in autonomia e il suo capitale è sottoscritto e versato dalle BCN dell'Eurosistema. Inoltre, lo Statuto prevede un mandato di lunga data per i membri del Consiglio Direttivo (almeno 5 anni) e il mandato dei membri del Comitato Esecutivo non è rinnovabile (8 anni, sfalsati, in maniera che i singoli componenti del Comitato non scadano contemporaneamente e sia garantita la continuità). Il mandato della BCE, assegnatole dai Trattati e dal suo stesso Statuto, è quello di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area Euro, individuata anche come il mantenimento dell'inflazione prossimo, ma non troppo discostato, al 2%. In altre parole, il mandato della BCE è quello di proteggere l'Euro. In funzione di questo mandato la BCE dispone di tutti gli strumenti di politica monetaria, quali le operazioni sui tassi e il diritto esclusivo di emissione di moneta, oltre a detenere e gestire le riserve ufficiali dei Paesi dell'Eurosistema. A questo mandato si associano anche alcune altre funzioni tipiche delle Banche Centrali, come l'emissione di moneta e la sorveglianza sul sistema bancario dell'area Euro, ma rimangono secondarie e funzionali al primario compito della stabilità dei prezzi.



muni, voto maggioritario e approccio comune alla ricerca di una soluzione ai problemi sono la sola risposta nel nostro attuale stato di crisi” (Monnet, J., L'Europe et la nécessité, Archives de la Fondation Jean Monnet pour l'Europe, maggio 1974): per fronteggiare, se non evitare, una futura crisi quello di cui abbiamo bisogno è una maggiore integrazione a livello europeo, a livello fiscale, economico e anche sociale, reclamata a gran voce in diverse occasioni sia dal Presidente Draghi, sia dal Governatore della Banca d'Italia Visco. Infine, per quanto riguarda l'Italia, grazie al QE ci troviamo attualmente in un contesto macroeconomico molto favorevole, ma il nostro Paese sta dimostrando una ripresa strutturale inferiore agli altri partner europei. Per quanto questa ripresa sia reale e concreta, come sostengono il Ministro dell'Economia e delle Finanze Padoan e il Governatore della Banca d'Italia Visco, bisogna domandarsi come reagirà

l'economia italiana quando il flusso di liquidità si ridurrà e poi si arresterà. L'economia italiana ha ancora bisogno di quelle riforme volte a promuovere l'innovazione del sistema economico e a innalzare la qualità del capitale umano, perché si possa generare una crescita sostenibile nel tempo. Inoltre, nonostante il Governatore Visco sostenga che il problema degli NPL (Non Performing Loans) sia sotto controllo, è nondimeno un problema che va affrontato e le banche in possesso di crediti deteriorati dovranno aumentare gli accantonamenti per compensarli o venderli sul mercato per depurare i propri bilanci.

Siamo sulla buona strada per uscire definitivamente dalla crisi, ma, come già ribadito, la politica monetaria da sola non è sufficiente: sono necessarie iniziative di politica economica serie e coerenti con gli obiettivi di crescita economica non solo italiani ma anche europei.

IL QUANTITATIVE EASING - Le Banche Centrali (nel caso dell'Unione Europea la Banca Centrale Europea) hanno il compito di decidere e attuare la politica monetaria dell'area di riferimento, in modo di orientare l'offerta di credito e i mercati in accordo con la più generale politica economica, i cui obiettivi, in generale, sono la crescita della produzione, la piena occupazione e il controllo del tasso di inflazione (e quindi il livello dei prezzi). Per poter attuare gli obiettivi di politica economica prefissati, le Banche Centrali hanno a disposizione due vie di azione, ovvero le operazioni sui tassi (tasso di riferimento, tasso overnight, tasso sui depositi) e il controllo della quantità di moneta in circolazione. La quantità di moneta presente nel sistema, in particolare, viene regolata con operazioni cosiddette di mercato aperto, cioè la compravendita di titoli di Stato: acquistando titoli le Banche Centrali aumentano la moneta presente nel sistema, vendendoli la riducono. Queste operazioni sono considerate strumenti convenzionali, in quanto non comportano la creazione di nuova moneta. Anche le operazioni di LTRO (Long Term Refinancing Operation) e TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation) sono considerati strumenti convenzionali, in quanto la creazione di moneta è solo temporanea: dopo massimo 3 anni il denaro dato alle banche deve essere restituito. Al contrario, il Quantitative Easing (QE) è considerato un'operazione di politica monetaria espansiva non convenzionale perché si crea moneta (e quindi si aumenta la quantità di moneta nel sistema) e questa creazione di moneta non è temporanea. Nell'attuare un processo di QE una Banca Centrale, infatti, crea moneta in seguito utilizzata per l'acquisto di titoli. Tipicamente, in una fase iniziale di QE, vengono acquistati titoli di Stato a breve scadenza. Se queste operazioni non portano ai risultati desiderati, le Banche Centrali possono ampliare la tipologia di titoli acquistati, comprendendo titoli a più lunga scadenza, titoli bancari (come crediti in sofferenza) o quote di società di capitali private. Il primo effetto del QE è di alzare il prezzo dei titoli acquistati, ridurne il rendimento e fornire liquidità alle banche.

Con disponibilità di nuova liquidità le banche potrebbero erogare prestiti a imprese e famiglie (la cosiddetta economia reale) e potrebbe anche esserci un effetto di riduzione degli interessi bancari, se il loro andamento fosse legato all'andamento dei titoli acquistati dalla Banca Centrale, con un conseguente alleggerimento dei debiti di famiglie e imprese, permettendo l'espansione di consumi e investimenti. Non è però detto che le banche riversino la liquidità ricevuta nell'economia reale. Potrebbero decidere di tenere quel denaro in depositi presso la Banca Centrale, per evitare i rischi connessi al prestito in periodi di difficoltà economica, con una riduzione significativa degli effetti del QE. Cosa che in effetti è successa in Europa nelle prime fasi di intervento della BCE, quando le banche hanno utilizzato la liquidità derivante da LTRO e TLTRO e poi da QE per ristrutturare il proprio capitale. Per favorire una maggiore efficacia dei suoi interventi, quindi, la BCE ha vincolato la possibilità di ottenere prestiti nell'ambito delle operazioni di QE al fatto di utilizzare la liquidità ottenuta per prestiti e finanziamenti all'economia reale, oltre a imporre un tasso overnight negativo. Il QE, inoltre, può avere lo scopo di contrastare la deflazione, ovvero una riduzione generalizzata dei prezzi. Infatti, anche se potrebbe sembrare un fenomeno positivo sul breve periodo, sul medio e lungo periodo la deflazione potrebbe portare alla recessione: sotto una certa soglia di prezzo le imprese non possono più coprire i costi, arrivando a dover ridurre occupazione e investimenti, con conseguente riduzione dei consumi e investimenti, portando l'economia in un circolo vizioso molto pericoloso. Aumentando la quantità di moneta nel sistema, il QE potrebbe portare a un aumento dei prezzi, contrastando così la deflazione. Il QE non è comunque scevro da rischi. Il principale rischio legato al QE è quello di innescare bolle speculative difficili da controllare per le Banche Centrali, poiché la diminuzione del rendimento dei titoli di Stato acquistati dalla Banca Centrale li rende meno appetibili e può spingere gli investitori verso il mercato azionario, con il conseguente aumento delle quotazioni in borsa.