



Troppo ottimismo sulle scelte di Draghi

[“Nuovo Quotidiano di Puglia” di mercoledì 8 aprile 2015]

Il c.d. *quantitative easing* (QE) della Banca Centrale Europea (o “alleggerimento quantitativo”) suscita molte attese, sebbene sia chiaro alla gran parte dei commentatori che non si tratta di una misura sufficiente per fuoriuscire dalla recessione. Si tratta di un’operazione definita di politica monetaria espansiva “non convenzionale”, finalizzata – nelle intenzioni di Mario Draghi – a far crescere gli investimenti nell’Eurozona, mediante maggiori immissioni di liquidità, e, al tempo stesso, a contrastare la deflazione in atto. Il sistema europeo delle banche centrali nazionali acquisterà titoli sovrani, di agenzie e di istituzioni europee, per 60 miliardi al mese fino a settembre 2016 e comunque fino a quando il tasso di inflazione non si assesterà al suo livello *target*,

ovvero al 2%. Si stima che l’ammontare complessivo dell’operazione sarà di circa 1.100 miliardi di euro di nuova liquidità immessa nel sistema. La liquidità verrà immessa attraverso l’acquisto di titoli del debito pubblico emessi dai Governi dei singoli Stati aderenti all’Unione Monetaria Europea e gli acquisti saranno a carico, per il 20%, della BCE e, per l’80%, delle banche centrali dei singoli Paesi.

Le principali criticità di questa operazione riguardano i meccanismi di trasmissione della politica monetaria nell'assetto istituzionale dell'Unione Monetaria Europea. In altri termini, vi è da dubitare che l'acquisto di titoli di Stato detenuti da banche e istituzioni finanziarie da parte della BCE possa accrescere gli investimenti nell'eurozona, e, come nelle intenzioni di Draghi, generare inflazione. Occorre preliminarmente chiarire che la fondamentale causa della restrizione del credito in atto è da rinvenirsi nella caduta della domanda, che attiva una spirale perversa di riduzione dei profitti, crescenti insolvenze, progressiva riduzione della convenienza da parte delle banche a erogare credito. In più, come attestato da Banca d'Italia, il peggioramento delle aspettative imprenditoriali si associa anche alla riduzione della domanda di credito, con effetti di segno negativo sulla dinamica degli investimenti e sul tasso di crescita. Letto in quest'ottica, il *credit crunch* è l'effetto di politiche fiscali restrittive e, dunque, andrebbe contrastato con maggiore spesa pubblica e minore pressione fiscale. Ciò a dire che la sola politica monetaria può fare davvero poco per far fronte al problema. In più sussistono ragioni di ordine tecnico che inducono a ritenere che il QE europeo non produrrà effetti significativi sulla ripresa degli investimenti, per queste ragioni:

1) non sono stati imposti obblighi alle banche di utilizzare quanto ricevuto dalla BCE nella concessione di finanziamenti e linee di credito ad imprese e famiglie;

2) le norme di Basilea 2 in tema di erogazione del credito di fatto rendono ancora più difficile l'erogazione di credito a imprese e famiglie, dal momento che impongono alle banche di aumentare gli accantonamenti quando aprono linee di credito per operatori economici con elevata probabilità di insolvenza, così che, in questi casi, è maggiore l'assorbimento di patrimonio di vigilanza. In altri termini, la normativa vigente incentiva comportamenti prudentiali, contribuendo, anche per questa via, a ridurre l'offerta di credito. In più, in un contesto di stretta creditizia, sono stati aumentati i requisiti patrimoniali richiesti alle banche europee dalla Bce, a seguito dei c.d. *stress test* recentemente effettuati. In altri termini, rinunciando ad attuare politiche fiscali espansive per contrastare il *credit crunch*, si è regolamentato il settore bancario a tal punto da accentuare il problema.

Infine – questione di non poco conto – ai sensi dell'art.21 del suo statuto la BCE 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, la Fed e la Banca del Giappone, quindi non può prestare direttamente ai singoli Stati.

Scritto da Guglielmo Forges Davanzati
Mercoledì 08 Aprile 2015 16:42

Il QE potrebbe poi generare effetti indesiderati, sul piano distributivo, a ragione del fatto che modifica il portafoglio degli investitori. In altri termini, se l'operazione risulta efficace (ovvero se le banche si liberano di titoli di Stato), la quantità di titoli del debito pubblico sui mercati finanziari si riduce e diventa più facile per le imprese reperire risorse sui mercati finanziari (dal momento che vi è minor concorrenza da parte di titoli di Stato). Occorre osservare che questo esito non ha effetti uniformi per i singoli Paesi, né ha effetti uniformi per la collettività delle imprese, per due ragioni. In primo luogo, la maggiore facilità di reperire risorse nei mercati finanziari riguarda evidentemente le sole imprese che emettono titoli. Si tratta, di norma, di imprese di grandi dimensioni localizzate nelle aree centrali del continente. Il QE consente loro di ridurre le passività finanziarie, accentuando il processo di concentrazione dei capitali e accentuando le divergenze regionali. In secondo luogo, e soprattutto, il QE si associa alla svalutazione dell'euro rispetto al dollaro (e, essendo stato annunciato, modifica anche le aspettative sui tassi di cambio). Vi è ragionevolmente da aspettarsi un aumento delle esportazioni – soprattutto tedesche – e il conseguente aumento dei profitti delle imprese esportatrici tedesche. Letto in quest'ottica, il QE si prefigura come un dispositivo che intensifica i conflitti intercapitalistici su scala globale, coinvolgendo, in particolare Germania e Stati Uniti.