

# Il monitoraggio degli effetti della politica monetaria: il *Quantitative easing*

Daniela Fantozzi e  
Claudio Vicarelli

[fantozzi@istat.it](mailto:fantozzi@istat.it)  
[cvicarelli@istat.it](mailto:cvicarelli@istat.it)

Forum PA, Roma  
28 Maggio 2015

# Indice

1. Il monitoraggio della politica monetaria della BCE al tempo della crisi
2. Il *timing* della politica monetaria: preparazione, annuncio, avvio dell'alleggerimento quantitativo (QE)
3. Come funziona il QE? Canali di trasmissione e possibili effetti
4. Cosa succederebbe senza il QE: un esercizio di simulazione controfattuale
5. Qualche considerazione sui possibili rischi

# La politica monetaria della BCE al tempo della crisi (1)

In un contesto di **politica fiscale vincolata alle regole di bilancio europee** (*fiscal compact*) la politica monetaria ha rappresentato l'unico strumento di sostegno alla crescita

Dopo il primo episodio recessivo del 2008 e in seguito alla crisi del 2011-2012, la Banca centrale europea sostiene l'economia attraverso diversi strumenti:

- ripetute **riduzioni del tasso ufficiale di sconto** fino allo ZLB (da 3,25% di nov.08 a 0,15% di giu.14 fino a 0,05% sett.14) e del tasso sui depositi overnight (-0,1% a giu.14 e -0,2% a sett.14)
- **programmi di acquisto titoli privati** emessi in seguito alla cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (*Abs, Asset backed securities*) e di **obbligazioni garantite** (*covered bond*), ott.-dic.14
- **3 operazioni di rifinanziamento a lungo termine** (*Tltro, targeted longer-term refinancing operations*), set.-dic.14 e mar.15

## La politica monetaria della BCE al tempo della crisi (2)

### Tra giugno e dicembre 2014:

i mercati finanziari hanno reagito alla politica espansiva della BCE

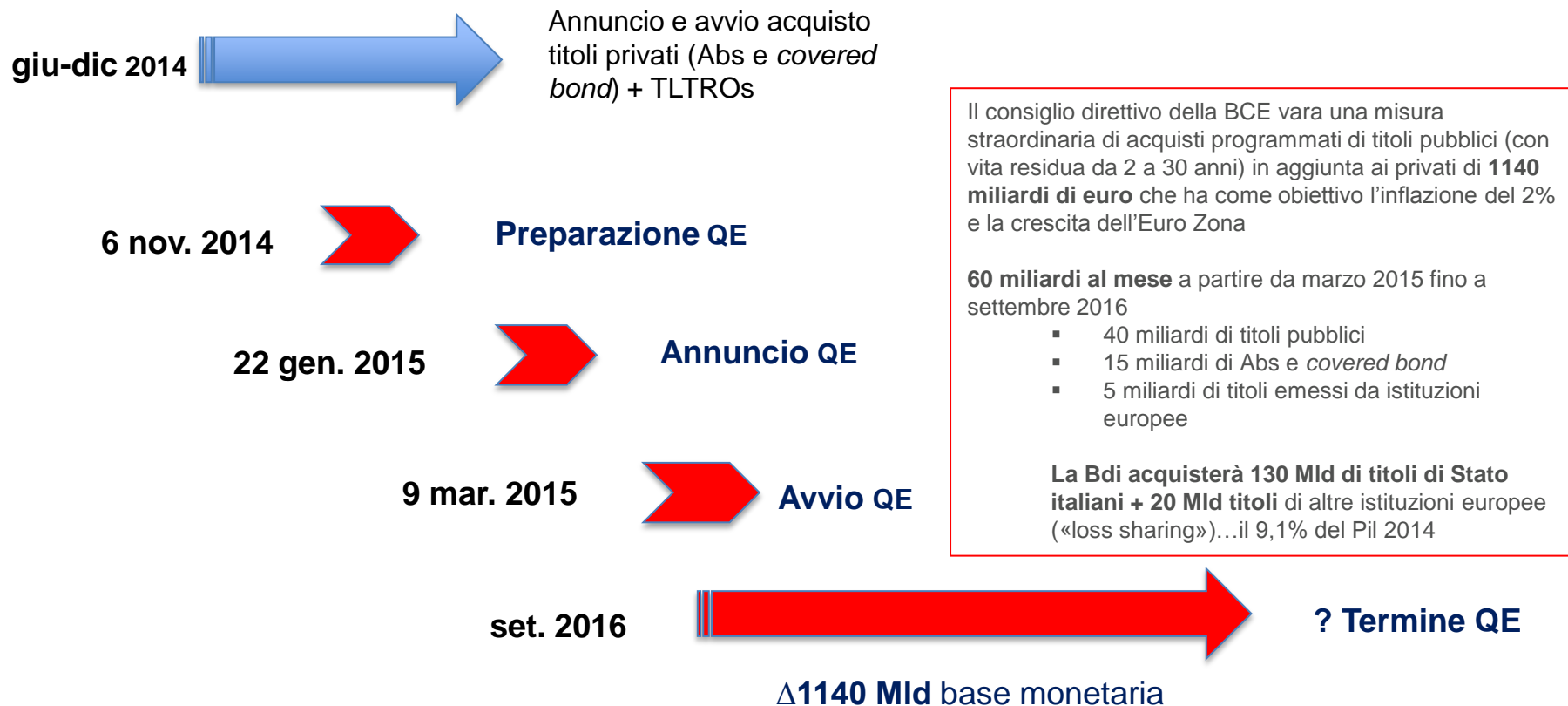
- i **rendimenti sui titoli decennali** dei Paesi Uem hanno registrato una consistente discesa (in Italia il [tasso](#) passa da 2,9% al 2%)
- Il **tasso di cambio si è deprezzato** nei confronti del dollaro (-9,3% in media mensile) e delle altre valute (-3,4% in termini effettivi nominali, 18 Paesi)

### Tuttavia a fine 2014:

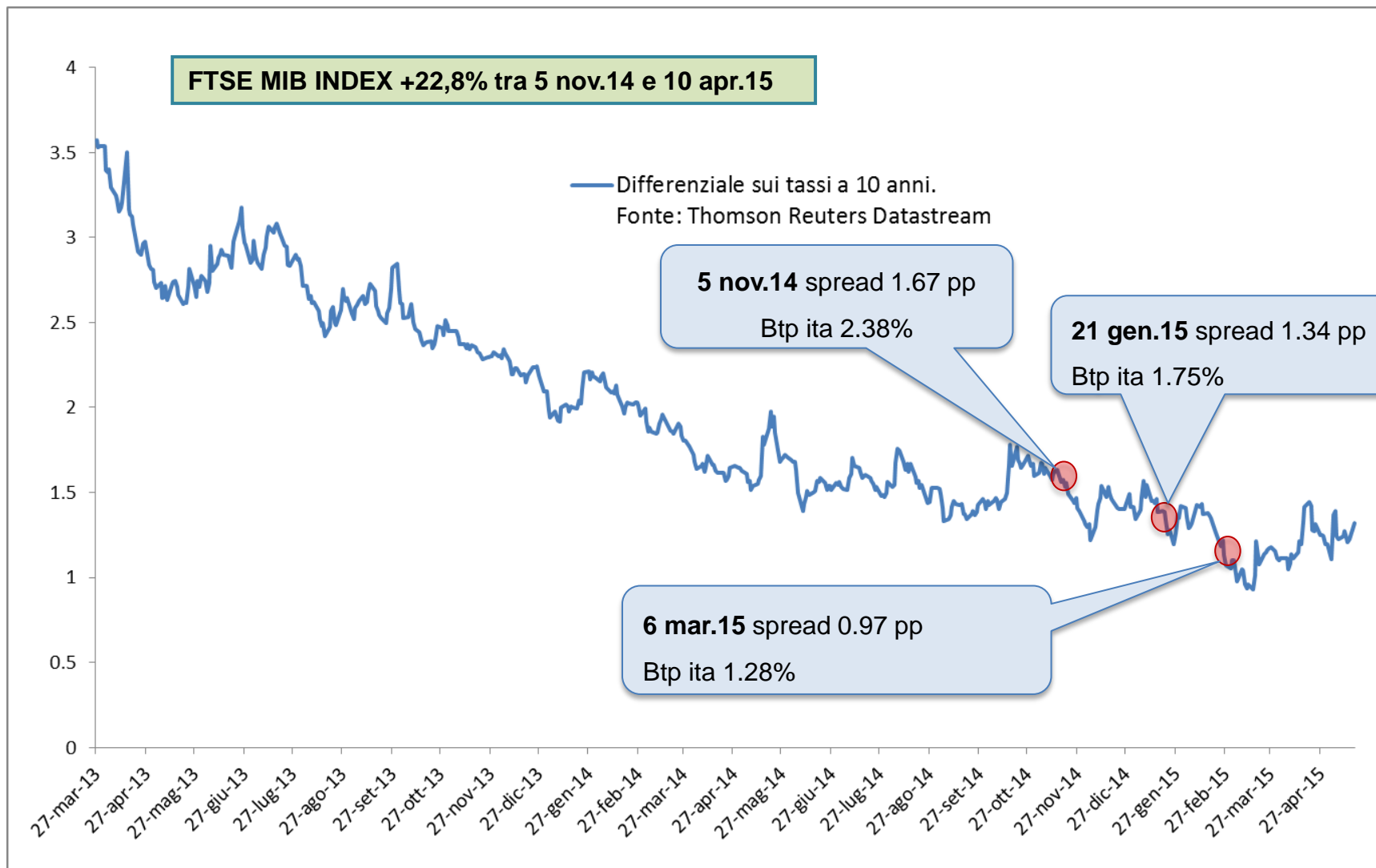
- le condizioni per l'**accesso al credito**, soprattutto per le imprese, stentavano a migliorare nonostante le operazioni di rifinanziamento (-1,4% lug.-set.14 e -0,1% gen.-mar.15; per acquisto case 0,2% a marzo da -0,1% di sett.14, fonte BCE)
- **l'inflazione** ha raggiunto valori negativi nell'area Euro (-0,2% a dic.14 e -0,6% a gen.15)

Quindi ritenendo la liquidità in circolazione inferiore alle attese e non potendo abbassare ulteriormente i tassi, BCE decide di estendere la manovra di acquisto ai titoli pubblici.

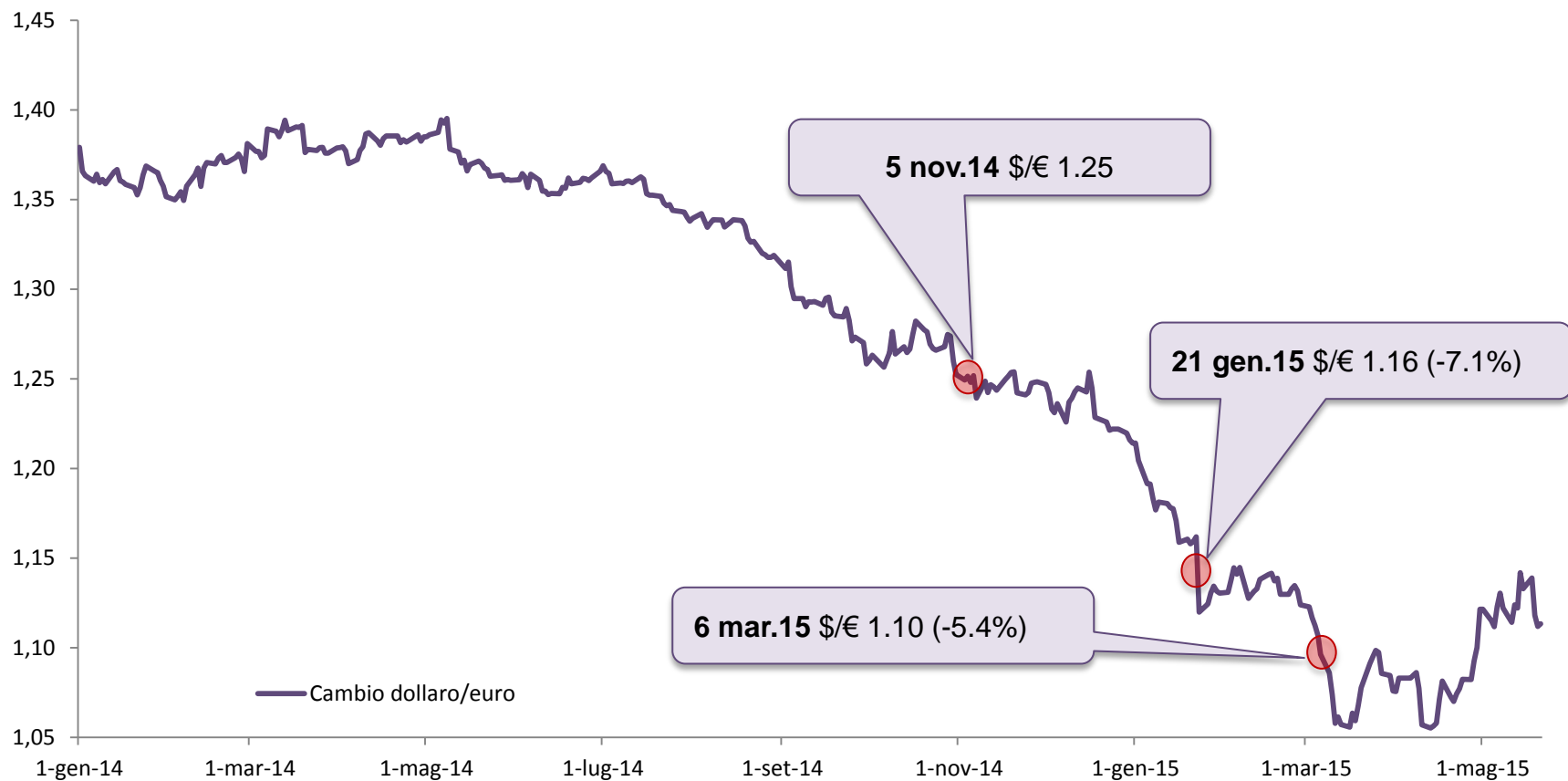
# Il *timing* della manovra della BCE



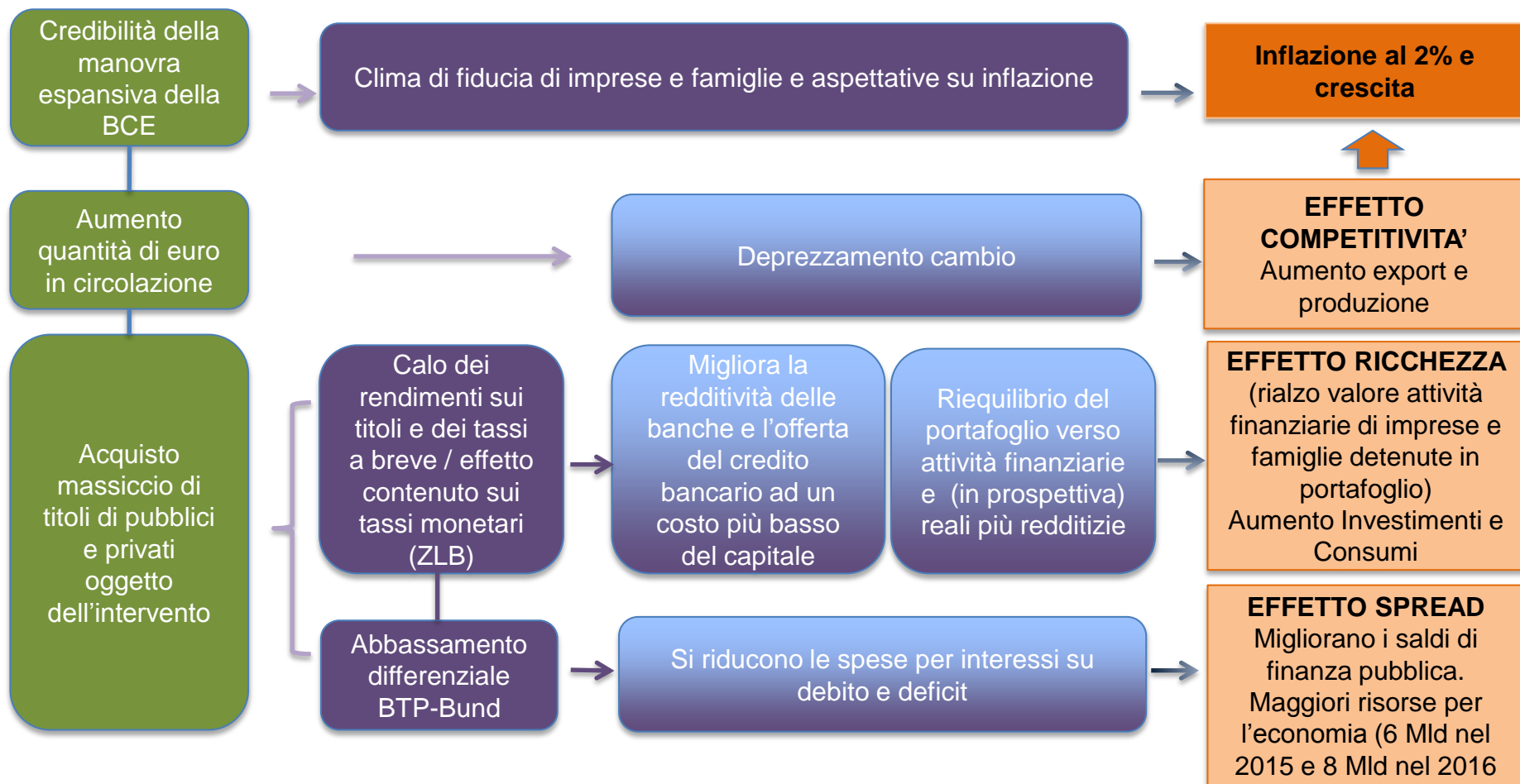
# Differenziale di interesse sui titoli di Stato decennali tra Italia e Germania Marzo 2013 - maggio 2015



## Tasso di cambio dollaro/euro Gennaio 2014 – maggio 2015



# Canali e effetti del *quantitative easing*





# Un esercizio controfattuale con Oxford economics (OEF)

Per misurare gli effetti di stimolo sul ciclo economico della manovra è stato svolto un **esercizio di simulazione controfattuale**. Partendo dallo scenario base del quadro previsivo di **marzo 2015** del modello **OEF** che include l'aumento della liquidità determinato dalla BCE:

- **è stato sottratto l'ammontare di circa 1200 mld di euro** nel periodo 2015Q2 al 2016Q3
- è stato disegnato lo scenario economico che si sarebbe verificato nell'Euro Zona **in assenza degli interventi** della BCE
- **e confrontato** i risultati della simulazione con quelli dello scenario base

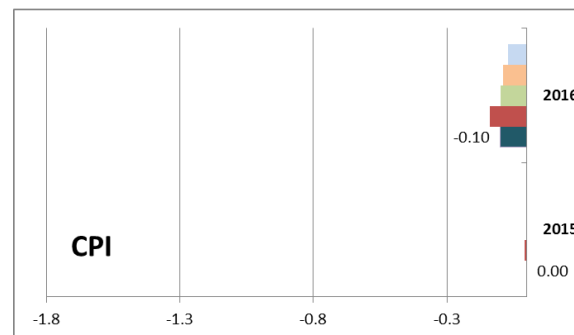
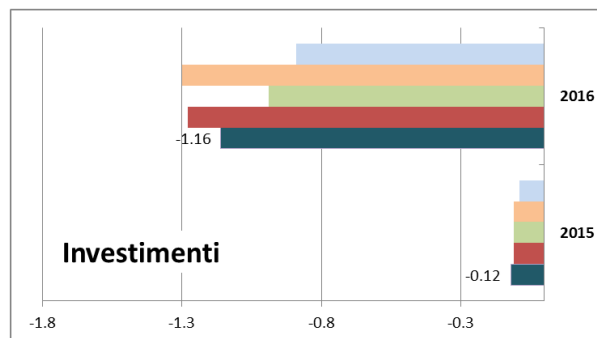
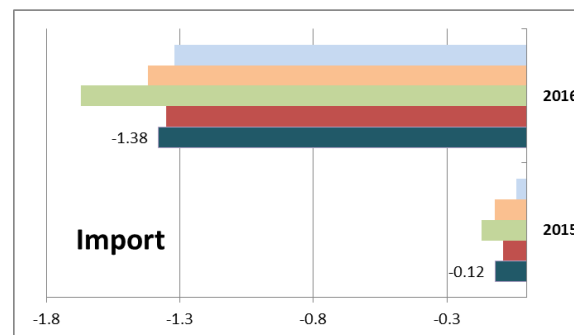
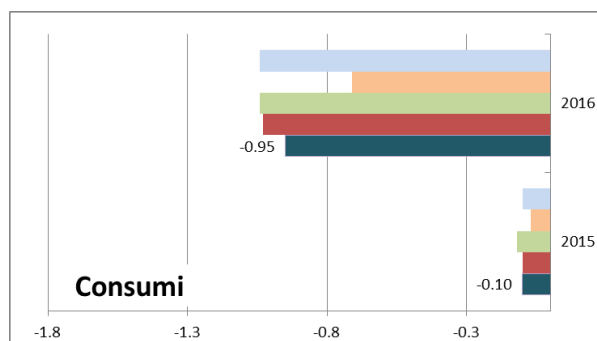
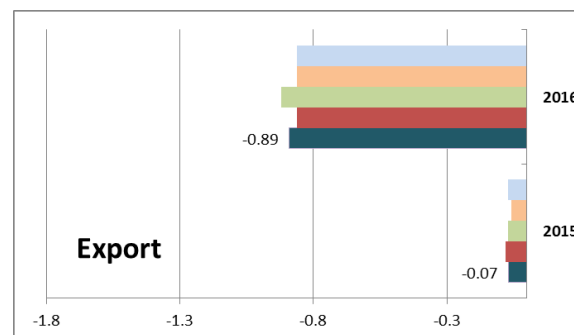
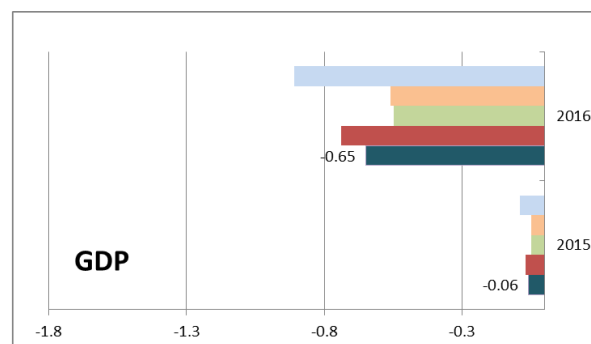
## Cosa succederebbe senza il QE? (risultati simulazione)

A causa dei ritardi di trasmissione della politica monetaria, gli **effetti** della mancata attuazione sull'economia reale sarebbero **quasi nulli nel 2015** e **più consistenti nel 2016**:

- il Pil dell'Euro Zona **sarebbe più basso** di un decimo di punto nel 2015 e di **sette decimi nel 2016**
- gli **effetti negativi su consumi delle famiglie e investimenti** si renderebbero visibili a partire dalla fine del 2015; solo nel 2016 la riduzione nella produzione inciderebbe sulla variazione dei flussi di export e import
- **l'Italia** sperimenterebbe una **minore crescita** in linea con Uem
- **l'inflazione** risulterebbe **inferiore solo di un decimo di punto** nell'area euro (potrebbe essere interpretato come un segnale di scarsa efficacia della politica monetaria ma occorre un orizzonte più esteso per vedere gli effetti sui prezzi in un contesto di debolezza della domanda)

# Simulazione : cosa succederebbe senza il QE?

(differenze in punti percentuali rispetto alla base )



- Spa
- Fra
- Ger
- Ita
- EZ

# Possibili rischi della manovra espansiva

1. Rischio bolla speculativa per eccesso di liquidità non assorbita che gonfia i prezzi di *asset* finanziari
2. È cruciale il miglioramento delle condizioni debitorie delle banche per l'accesso al credito
3. Se i prezzi salgono prima dell'economia reale la BCE dovrebbe 'frenare' bruscamente con effetti negativi per la crescita
4. Se la FED aumenta i tassi le aspettative in Europa cambiano
5. Lo stimolo monetario da solo non basta: occorrono le riforme strutturali!



## Rendimenti sui titoli pubblici a 10 anni nell'area Euro

	Rendimenti sui titoli di Stato decennali										
	2014M06	2014M07	2014M08	2014M09	2014M10	2014M11	2014M12	2015M01	2015M02	2015M03	2015M04
<b>Euro area (evolving composition)</b>	2.08	1.95	1.77	1.66	1.61	1.54	1.34	1.14	1.05	0.91	0.91
Germany	1.26	1.11	0.95	0.92	0.79	0.72	0.59	0.39	0.30	0.23	0.12
France	1.71	1.56	1.41	1.35	1.26	1.14	0.92	0.67	0.60	0.51	0.44
<b>Italy</b>	2.92	2.79	2.63	2.40	2.42	2.29	1.99	1.70	1.56	1.29	1.36
United Kingdom	2.35	2.31	2.12	2.08	1.82	1.72	1.52	1.21	1.59	1.59	1.65
fonte: BCE											



## Inflazione nell'area Euro e US

	Indice dei prezzi armonizzato (HICP) (2005=100)											
	2014M06	2014M07	2014M08	2014M09	2014M10	2014M11	2014M12	2015M01	2015M02	2015M03	2015M04	
<b>Euro area (19 countries)</b>	0.50	0.38	0.37	0.31	0.38	0.28	-0.16	-0.62	-0.28	-0.08	<b>0.01</b>	
Germany	0.95	0.78	0.78	0.78	0.69	0.52	0.09	-0.52	-0.09	0.17	0.34	
Spain	0.05	-0.36	-0.51	-0.26	-0.22	-0.46	-1.13	-1.46	-1.19	-0.78	-0.73	
France	0.60	0.56	0.53	0.36	0.53	0.40	0.09	-0.40	-0.28	-0.04	0.12	
<b>Italy</b>	0.25	0.00	-0.17	-0.08	0.17	0.25	-0.08	-0.51	0.09	0.00	<b>-0.08</b>	
United States	1.90	1.78	1.40	1.35	1.34	0.89	0.17	-0.95	-1.01	-1.13	..	
fonte: Eurostat												



## Inflazione area Euro, 2011-2015 (dati mensili, fonte: Eurostat)

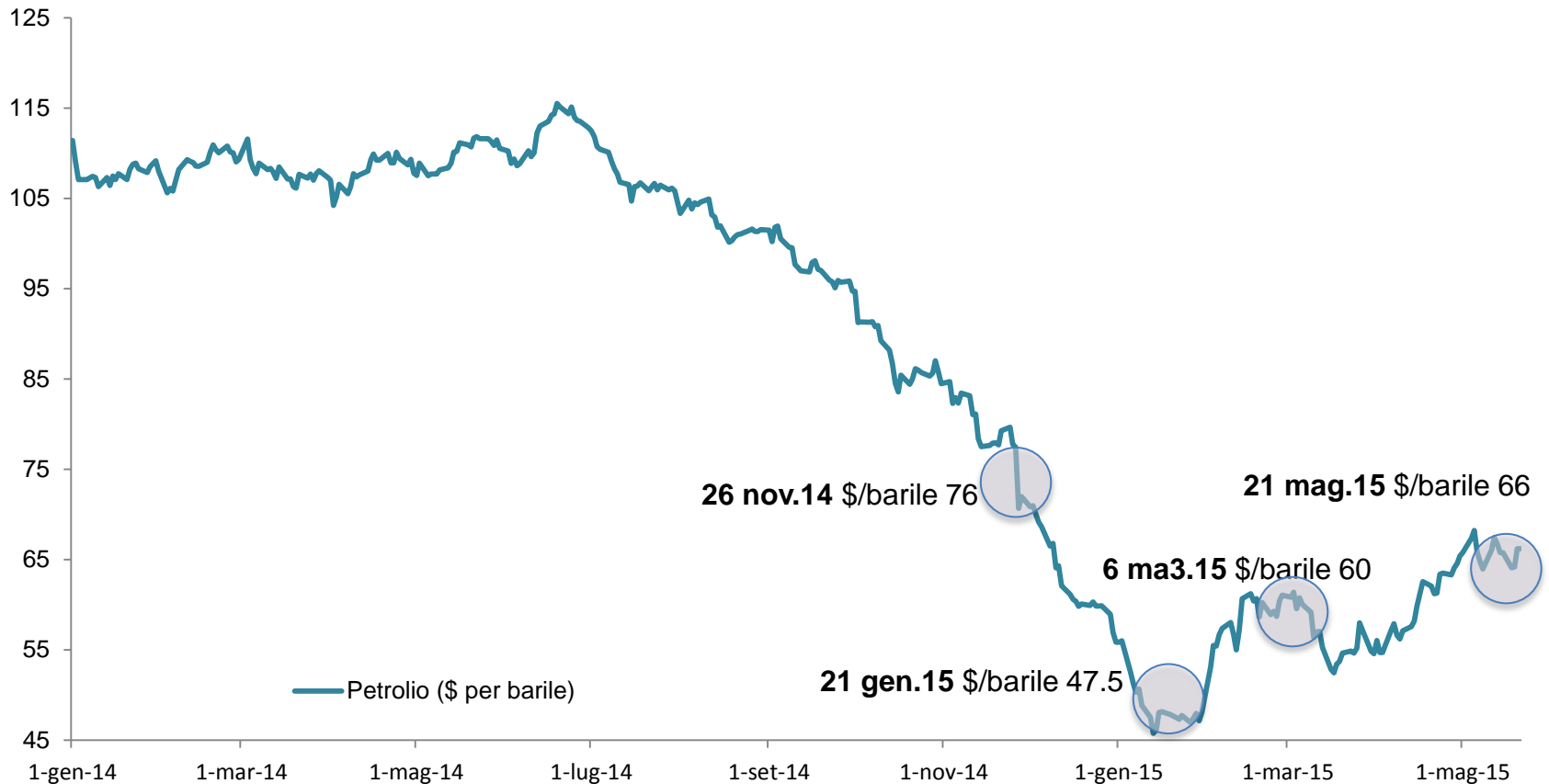


## Simulazione QE e prezzo del Brent. Modello Oxford Economics

		SIMULAZIONE 1: QE			SIMULAZIONE 2: Petrolio a 76 (tassi fissi)				
		Differenze dalla base (punti percentuali)			Differenze dalla base (punti percentuali)				
		2014	2015	2016			2014	2015	2016
EZ	GDP	0	-0.1	-0.7	EZ	GDP	0	-0.06	-0.11
Ita		0	-0.1	-0.7	Ita		0	-0.02	-0.21
Ger		0	-0.1	-0.6	Ger		0	-0.06	-0.09
Fra		0	-0.1	-0.6	Fra		0	-0.14	-0.18
Spa		0	-0.1	-0.9	Spa		0	-0.1	0.03
EZ	C	0	-0.1	-1.0	EZ	C	0	-0.26	-0.09
Ita		0	-0.1	-1.0	Ita		0	-0.2	-0.22
Ger		0	-0.1	-1.0	Ger		0	-0.34	0.06
Fra		0	-0.1	-0.7	Fra		0	-0.27	-0.17
Spa		0	-0.1	-1.0	Spa		0	-0.23	-0.07
EZ	IF	0	-0.1	-1.2	EZ	IF	0	-0.12	-0.2
Ita		0	-0.1	-1.3	Ita		0	-0.05	-0.3
Ger		0	-0.1	-1.0	Ger		0	-0.08	-0.18
Fra		0	-0.1	-1.3	Fra		0	-0.3	-0.48
Spa		0	-0.1	-0.9	Spa		0	-0.03	0.09
EZ	exp	0	-0.1	-0.9	EZ	exp	0	0.01	-0.26
Ita		0	-0.1	-0.9	Ita		0	0.05	-0.31
Ger		0	-0.1	-0.9	Ger		0	0.02	-0.37
Fra		0	-0.1	-0.9	Fra		0	-0.03	-0.25
Spa		0	-0.1	-0.9	Spa		0	0	-0.16
EZ	imp	0	-0.1	-1.4	EZ	imp	0	-0.28	-0.21
Ita		0	-0.1	-1.4	Ita		0	-0.36	-0.26
Ger		0	-0.2	-1.7	Ger		0	-0.34	-0.2
Fra		0	-0.1	-1.4	Fra		0	-0.34	-0.28
Spa		0	0.0	-1.3	Spa		0	-0.2	-0.31
EZ	CPI	0	0.0	-0.1	EZ	CPI	0	0.62	0.21
Ita		0	0.0	-0.1	Ita		0	0.49	0.44
Ger		0	0.0	-0.1	Ger		0	0.65	0.17
Fra		0	0.0	-0.1	Fra		0	0.79	0.07
Spa		0	0.0	-0.1	Spa		0	0.49	0.11



## Prezzo del Brent gen 2014 – mag. 2015 (punti percentuali)



# L'impatto del QE

**P. Cova e G. Ferrero** (Bdl, apr. 2015) hanno stimato per l'Italia:

- un effetto di crescita cumulata del PIL per il biennio 2015-16 pari a 1,4 pp
- un aumento dell'inflazione di 0,5 pp per ciascuno dei due anni
- L'effetto cambio contribuirebbe per circa due terzi all'aumento aggiuntivo del Pil nel biennio e quasi per intero a quello dei prezzi
- I minori tassi di interesse concorrerebbero per circa 0,4 punti percentuali
- più incerti e difficili da stimare sono i canali dell'effetto ricchezza, del credito e delle aspettative

Anche **BCE ad aprile** rivede le proiezioni del Pil per l'area euro al rialzo: **+0,5 pp nel 2015 e +0,4 pp il GDP 2016 (all'1,5% e all'1,9% rispettivamente)**

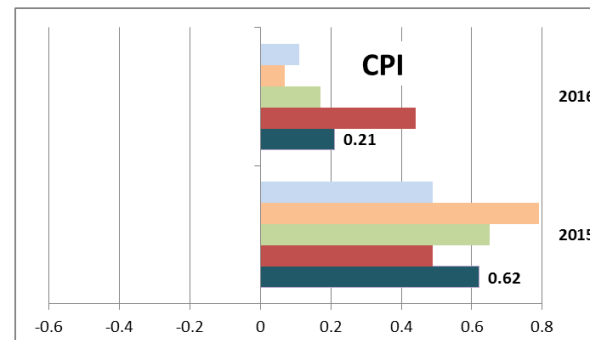
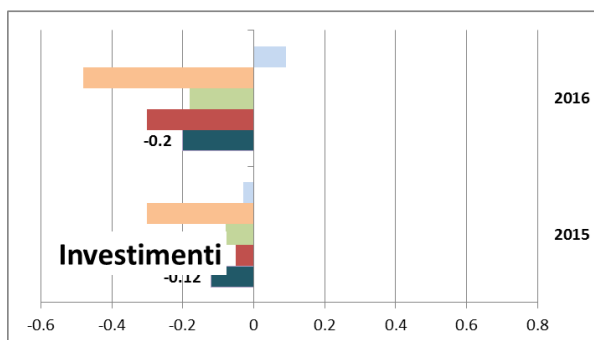
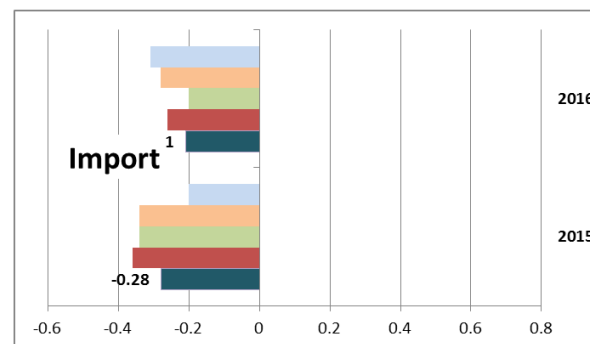
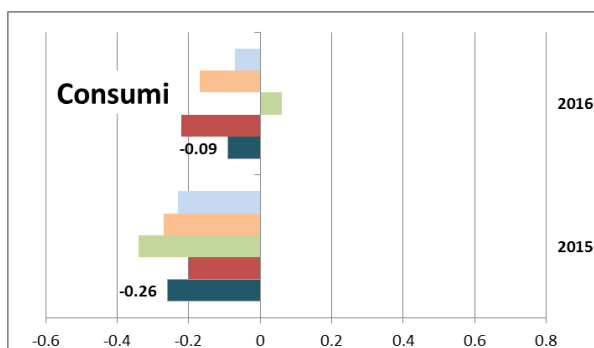
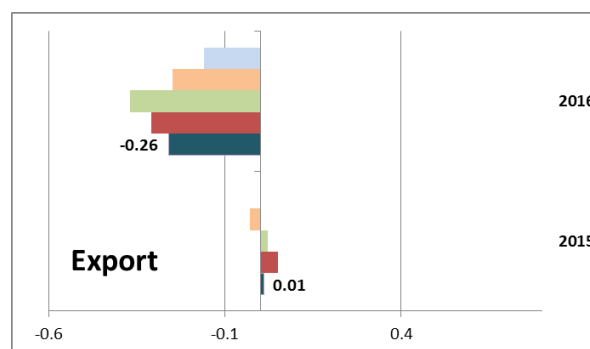
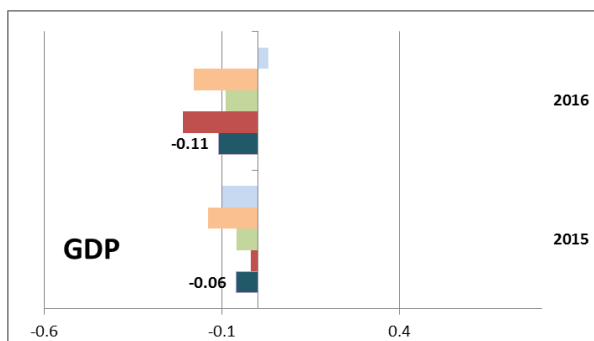
Rivede **la dinamica dell'inflazione**: al **ribasso** nel **2015 di 0,7 pp** (per l'andamento del prezzo del petrolio) e al rialzo di 0,2 nel 2016 per effetto dell'acquisto dei titoli

## Cosa succederebbe con petrolio fermo a quota \$76 al barile? (simulazione 2)

Un'accelerazione alla dinamica dei prezzi potrebbe essere determinata da un andamento più vivace delle quotazioni dei beni energetici. Infatti la forte riduzione del prezzo del petrolio ha contribuito al processo di deflazionistico.

- **l'HIPC dell'area euro crescerebbe di 0,8 punti percentuali** nel biennio 2015-16
- il minor potere d'acquisto inciderebbe negativamente sulla domanda interna e sulle importazioni
- le esportazioni avrebbero un impatto lievemente positivo nel 2015 e negativo nel 2016
- **l'impatto sul Pil sarebbe invece contenuto** (-0,2% nel biennio)

## Simulazione 2: cosa succederebbe alla dinamica dei prezzi fissando il prezzo del Brent a 76\$? (differenze in punti percentuali percentuali)



- Spa
- Fra
- Ger
- Ita
- EZ