

Dove va il QE?

Nel 2015 i due terzi del QE sono ritornati alla BCE

La BCE ha acquistato 493 miliardi di obbligazioni emesse da stati dell'area dell'euro, da agenzie e da istituzioni europee tra marzo e dicembre 2015. In questo studio si mostra che le banche dell'Area euro hanno ridepositato presso la BCE due terzi di questo importo, riducendo l'impatto potenziale di questa misura sull'economia reale.

Tra la fine 2014 ed i primi mesi del 2015 il quantitative easing-QE della BCE è stato fortemente invocato. Infatti, con le misure varate nella seconda metà del 2014, la BCE si limitava ad acquistare titoli ABS emessi a seguito di cartolarizzazioni di prestiti a imprese e famiglie (Asset-Backed Securities Purchase Programme-ABSPP) e obbligazioni bancarie garantite, i covered bond (Covered Bond Purchase Programme-CBPP3). Queste misure di ampliamento quantitativo del bilancio della BCE si sono rivelate insufficienti a stimolare il credito e a fermare la discesa dell'inflazione. Per questo motivo, dopo lunga attesa e con un ritardo di anni rispetto ad altre banche centrali, il consiglio direttivo della BCE ha varato a inizio 2015 il cosiddetto Expanded Asset Purchase Programme-EAPP, definizione europea del QE, con il fine di acquistare sul mercato secondario anche i titoli di stato. In quel momento molti osservatori hanno pubblicato studi ed elaborazioni sul funzionamento dell'EAPP e sulle potenzialità di tale strumento.

Da quando sono stati avviati gli acquisti di titoli, il QE viene automaticamente annoverato tra gli strumenti di rilancio dell'economia, ma senza esaminarne approfonditamente gli effetti. In altre parole, si dà per scontato che il QE funzioni, ma sarebbe opportuno analizzare l'utilizzo effettivo della liquidità che la BCE inietta nel sistema.

Infatti, è indubbio che il QE, andando ad estendere gli stimoli quantitativi della politica monetaria e modificando l'impostazione di fondo degli operatori finanziari, abbia contribuito a ridurre ulteriormente i tassi di interesse praticati sui mercati finanziari e bancari e, per questa via, abbia alleviato il peso del debito pubblico di molti Paesi dell'Area euro e gli oneri finanziari di imprese e famiglie; a ciò si aggiunga che l'EAPP consente alle banche di vendere parte dei titoli presenti nei loro portafogli conseguendo buone plusvalenze e incrementando la liquidità a disposizione. Ma la questione principale è capire come viene utilizzata la liquidità aggiuntiva fornita dalla BCE al sistema bancario. Capire se le banche, dopo aver venduto i titoli di stato alla BCE, utilizzano in modo utile questi fondi o se li parcheggiano da qualche parte, lasciandoli inutilizzati.

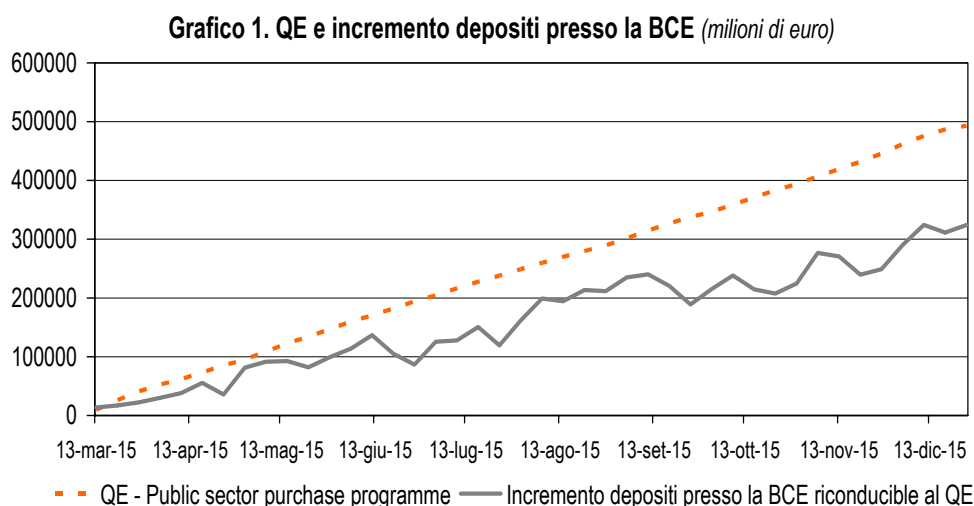
L'analisi effettuata per capire quanta liquidità rimanga inutilizzata non fornisce dati molto confortanti. Infatti, è possibile, con una certa approssimazione, capire quanta parte del QE non viene sicuramente utilizzata dai sistemi bancari dell'Area euro. Per calcolare questa quota bisogna analizzare i dati giornalieri sulla liquidità forniti dalla BCE e procedere con alcune elaborazioni.

Il grafico seguente presenta un confronto tra gli acquisti settimanali dell'EAPP e la quantità aggiuntiva di liquidità che le banche hanno cominciato a depositare presso la BCE da quando il QE ha iniziato ad essere implementato. Il periodo considerato parte il 13 marzo, primo giorno in cui la BCE ha fornito dati sul QE, e si conclude il 25 dicembre 2015, ultimo dato dell'anno relativo agli acquisti di titoli pubblici.

Come si nota, il QE cresce in modo quasi lineare, poiché gli acquisti devono rispettare un determinato ammontare mensile e settimanale. L'andamento della liquidità depositata dalle banche, pur mostrando evidenti oscillazioni, traccia una decisa crescita nel corso dei mesi. Questo secondo indicatore è costruito in modo da calcolare l'incremento della liquidità depositata presso la BCE direttamente ricollegabile alle misure di stimolo del QE e non ad altri strumenti di aumento della liquidità.

Infatti, il dato mostrato, relativo all'incremento dei depositi, è pari alla crescita dello stock di denaro depositato dalle banche presso la BCE (deposit facility + current accounts - reserve requirements) al netto della variazione di altre voci che influenzano la quantità di liquidità in circolazione: operazioni

di mercato aperto, marginal lending facility e i programmi di acquisto di ABS e Covered bond attualmente attivi (ABSPP e CBPP3). In questo modo l'indicatore è calcolato al netto di tutte le altre variazioni di liquidità non direttamente riconducibili al QE in senso stretto, cioè quella parte dell'APP destinata solo agli acquisti di titoli emessi dal settore pubblico.



Fonte: elaborazioni su dati Bce.

L'interpretazione del grafico è abbastanza semplice: la distanza tra le due linee rappresenta la quantità di liquidità immessa con l'acquisto di titoli pubblici che non viene ridepositata dalle banche presso la BCE e che, quindi, viene utilizzata dal sistema bancario. Il valore è pari a poco più del 34 per cento a fine 2015.

L'analisi ci permette di capire che, allo stato attuale, circa 2/3 della liquidità iniettata nel sistema attraverso il QE (intendendo per questa misura il solo acquisto dei titoli pubblici cominciato a marzo 2015) viene parcheggiata dalle banche sui conti accesi presso la BCE, pagando, per di più, lo 0,2-0,3 per cento di interessi su tali somme. Capire come le banche utilizzino il terzo del QE che non viene depositato richiederebbe uno studio particolareggiato dei dati di bilancio di ogni singolo istituto. Di certo, alla luce dei dati mostrati nel grafico, è possibile affermare che, per ora, il 66 per cento del QE non si sposta dal sistema finanziario a quello reale.

Tale risultato non è confortante perché pare che si stia replicando ciò che è già avvenuto in passato con altre misure di stimolo varate dalla BCE: la liquidità

inviata al sistema bancario non fluisce da questo, pienamente e velocemente, all'economia reale. Ne consegue che, a meno di non riuscire a sbloccare queste somme in tempi rapidi, gli effetti del QE sull'economia reale e sull'inflazione saranno più gradualisti e meno intensi di quanto si potesse prevedere all'avvio di questa misura espansiva.