

## Gli effetti collaterali della politica monetaria della BCE

L'esplosione del contagio da Covid-19 in diversi Paesi dell'Area euro ha indotto la Banca Centrale Europea ad espandere ulteriormente gli stimoli monetari, purtroppo dopo qualche giorno di esitazione che ha creato evidenti turbolenze sui mercati finanziari. La reazione positiva dei corsi azionari e la riduzione dello spread italiano hanno mostrato quanto sia importante l'azione della banca centrale.

L'espansione monetaria e i tassi di interesse allo 0% sono misure attive ormai da diversi anni. Nella letteratura economica hanno cominciato a diffondersi studi che, pur non mettendo in discussione il ruolo della BCE nel ridurre l'impatto negativo delle crisi economiche, evidenziano i cosiddetti side effects delle politiche ultraespansive. In questo articolo si darà conto di alcuni di questi effetti collaterali.

### **Aumento delle attività rischiose**

Un primo aspetto da considerare è il legame tra tassi di policy e l'andamento dei risultati reddituali del sistema bancario. La diminuzione del tasso di riferimento ha ridotto tutti i tassi bancari e compreso lo spread tra tassi bancari attivi e passivi, riducendo il margine di interesse.

Dato questo effetto di moderazione della redditività originata dall'attività bancaria tipica, le banche stanno spostando la loro operatività verso attività più rischiose. Una prova di questo fenomeno è l'andamento crescente, anche negli ultimi trimestri, delle attività di livello 2 e 3 all'interno dei bilanci bancari.

Queste attività sono più opache perché il loro valore non è direttamente osservabile e, quindi, deve essere valutato in base ad altri parametri. Esempi di questo tipo di attività sono gli interest rate swap, i derivati in generale, i titoli cartolarizzati garantiti da mutui (MBS, ABS), le attività emesse da soggetti in gravi difficoltà (distressed securities) e tutte le altre attività per cui è necessario un processo di valutazione poiché non esistono parametri diretti di riferimento.

Nel sistema bancario, quindi, le nuove regole sul capitale e la vigilanza bancaria hanno da un lato obbligato gli istituti di credito ad incrementare la quantità e a migliorare la qualità del patrimonio per rafforzare la resistenza delle banche, dall'altro lato, tuttavia, la riduzione del margine da interessi ha indotto le banche a spostare la loro operatività su settori ed attività differenti rispetto a quelli tradizionali. Così facendo, è aumentata l'opacità dei bilanci e la rischiosità delle banche stesse.

### **Duemila miliardi di liquidità inutilizzata**

Un altro effetto da valutare attentamente è quello della liquidità iniettata, ma non utilizzata. Infatti, a partire dall'inizio del 2015 si osserva la crescita dei depositi effettuati dalle banche dell'area euro presso la BCE. Sommando la deposit facility e l'eccesso di riserve, si nota che tale ammontare è costantemente cresciuto, passando da 200 miliardi fino a valori prossimi ai 2000 miliardi di euro.

È evidente che una buona parte della liquidità immessa dalla BCE è ritornata alla stessa BCE sotto forma di depositi delle stesse banche. Di questa liquidità in eccesso circa il 70% è riconducibile agli acquisti effettuati attraverso il PSPP, cioè il programma di acquisto di titoli pubblici.

Queste risorse inutilizzate hanno prodotto due effetti negativi: l'economia dell'area euro è stata privata dello stimolo di quasi 2000 miliardi di euro, pari a circa il 16,5% del Pil annuo dell'area. Se questo ammontare fosse arrivato all'economia reale, sotto forma di nuovi prestiti, si sarebbe sicuramente materializzato un maggior effetto di stimolo sul ciclo economico.

L'incapacità della BCE di indurre le banche a smobilizzare tale mole di risorse è probabilmente una delle sconfitte più importanti degli ultimi anni. Inoltre le banche hanno dovuto sostenere un costo non trascurabile per tenere depositate queste ingentissime somme presso la BCE, visto che sia la deposit facility sia l'eccesso di riserva sono soggetti a tassi negativi dalla metà 2014. Considerando il periodo 2014-20, si stima che il costo complessivo arrivi a superare i 30 miliardi di euro.

Questi costi hanno ridotto la redditività dei sistemi bancari, hanno drenato risorse che le banche avrebbero potuto destinare al rafforzamento patrimoniale e hanno sottratto risorse utilizzabili per aumentare gli impieghi. Quindi, i tassi negativi non solo non hanno stimolato l'utilizzo della liquidità parcheggiata presso la BCE, ma hanno anche gravato i bilanci bancari di un costo straordinario.

### **Mercati finanziari narcotizzati**

Un altro effetto collaterale della persistenza delle azioni espansive della politica monetaria è rintracciabile nell'indebolimento della correlazione tra andamento del ciclo economico e oscillazioni degli indici azionari. Limitando l'analisi all'indice Eurostoxx 50, che seleziona i 50 maggiori titoli azionari dell'area euro, è possibile mostrare che la correlazione di questo indicatore con l'andamento del Pil dell'area euro è molto diminuita da quando è cominciato l'acquisto dei titoli da parte della BCE.

L'indice di correlazione è passato da 0,35 nel periodo 1999-2014 a 0,07 nel periodo 2015-2019, considerando la variazione dell'indice di borsa con un anticipo di un trimestre rispetto al Pil. I recenti avvenimenti, pur mostrando una reazione dei corsi azionari al possibile calo del prodotto, hanno confermato lo stretto legame tra borse e azioni, o non azioni, delle banche centrali. Considerazione analoga può essere fatta per i mercati obbligazionari, fortemente condizionati non solo dalla politica dei tassi ai minimi storici, ma anche dagli acquisti diretti delle Banche Centrali.

Questo significa che i mercati finanziari sono "narcotizzati" dalla politica monetaria e non mostrano più le correlazioni che potevano essere registrate prima dell'avvio delle misure espansive. Inoltre, la connessione dei mercati finanziari alle politiche monetarie espansive può provocare un effetto collaterale anche nella distribuzione della ricchezza. È infatti prevalentemente la fascia più benestante della popolazione che beneficia dei guadagni dagli investimenti finanziari.

È pur vero che le misure di stimolo monetario sono state varate per evitare un drastico peggioramento dell'economia reale preservando l'occupazione e aiutando, quindi, i cittadini

appartenenti alla classe più disagiata della popolazione. Tuttavia, le politiche espansive hanno aiutato anche le classi sociali più agiate, attraverso l'aumento delle quotazioni azionarie, obbligazionarie ed immobiliari. Tant'è che la disparità nella distribuzione di reddito e ricchezza non ha subito alcuna evidente riduzione nel corso degli ultimi anni.

### **Doppio benchmark**

Un ulteriore aspetto controverso è rintracciabile nei criteri di acquisto delle attività attraverso il CSPP- Corporate Sector Purchase Programme - ed il CBPB3-Covered Bond Purchase Programme 3 -, misure non convenzionali varate per far fluire risorse direttamente al settore privato. Gli acquisti sono proporzionati in base ad un benchmark costruito dalla stessa BCE su base nazionale. Questa impostazione fa sì che gli acquisti siano parametrati rispetto al mercato potenziale già esistente e la distorsione riguarda, appunto, la distribuzione nazionale degli acquisti. Ad esempio, il flusso di risorse arrivato in Francia con i due programmi è stato pari a 2,5 volte quello destinato all'Italia (rispettivamente 123 e 47 miliardi).

Come risaputo, un'impostazione differente è stata scelta per il programma di acquisto di titoli pubblici, perché si è preso come riferimento la cosiddetta capital key, cioè la quota del capitale della Banca Centrale Europea detenuta dalle banche centrali nazionali, che è parametrata alla dimensione delle diverse economie nazionali. Se si fosse seguito il criterio utilizzato per CSPP e CBP3 anche per i titoli pubblici, i titoli di stato italiani sarebbero stati i più acquistati da parte dell'Eurosistema. Al contrario, se si fosse seguita per CSPP e CBP3 il criterio della capital key, la distorsione nazionale sarebbe stata inferiore. Utilizzare un unico criterio per tutti i programmi avrebbe provocato minori distorsioni.

### **Effetto sui bilanci pubblici**

Infine, un ultimo effetto collaterale attribuito alla politica monetaria accomodante è stato quello di ridurre la spinta al consolidamento fiscale. Il risparmio assicurato dai bassi tassi di interesse sulle emissioni dei titoli del debito pubblico dei Paesi dell'area euro potrebbe aver ridotto l'incentivo a migliorare i saldi di bilancio pubblico. Tra il 2014 e il 2018 nell'area euro nel suo insieme ben il 40% del consolidamento fiscale è attribuibile alla riduzione della spesa per interessi.

In tale contesto è interessante notare come l'Italia sia l'unico Paese in cui la riduzione del peso degli interessi in rapporto al Pil sia maggiore rispetto alla riduzione osservata sul saldo di bilancio complessivo. Il che significa che in Italia la spesa al netto degli interessi è complessivamente aumentata, andando a vanificare parte dell'effetto ottenuto con il risparmio sugli interessi. Quindi, la riduzione degli interessi passivi sul debito pubblico ha aiutato i governi a moderare i deficit di bilancio, però potrebbe aver ridotto la spinta verso il pareggio di bilancio stabilito dai trattati europei (e non è detto che sia stato un effetto collaterale negativo).

Concludendo, le misure convenzionali e non convenzionali attivate dalla Banca Centrale Europea nel corso degli ultimi dieci anni hanno prodotto numerosi effetti indesiderati, alcuni dei quali descritti in questo articolo. Tuttavia, è necessario sottolineare che le misure di politica monetaria ultra-espansiva

e, quindi, anche i loro effetti indesiderati, sono riconducibili, non da ultimo, al ruolo di supplenza che la Banca Centrale Europea ha dovuto ricoprire in assenza di un contributo positivo alla crescita da parte della politica fiscale, ingabbiata tra le tante regole previste nei trattati europei. E a taluni effetti negativi sui canali di trasmissione della politica monetaria esercitati dalla regolamentazione e dalla vigilanza bancaria, entrambe particolarmente severe nei confronti dell'attività creditizia tradizionale.