

## **TITOLO: NUOVE OPPORTUNITÀ DI CRESCITA NELL'AREA DELL'EURO\***

**AUTORE: MARCELLO MESSORI**

---

IL TEMA, CHE VORREI AFFRONTARE in questo breve scritto, prende le mosse da un fatto ormai largamente condiviso: il forte e positivo cambiamento nelle prospettive dell'Unione Economica e Monetaria Europea (UEM) verificatosi nel corso dell'inverno a cavallo tra il 2014 e il 2015. Infatti, se nell'autunno del 2014 le aspettative prevalenti rispetto all'evoluzione economica della UEM erano condizionate da un'impressionante lista di fattori negativi, fra la fine del 2014 e l'inizio del 2015 molti fondamentali macroeconomici europei sono diventati positivi e hanno aperto prospettive per un ritorno alla crescita. Lo scopo del mio intervento è di apprezzare le novità positive ma, al contempo, di moderare troppo facili entusiasmi. Vorrei infatti mostrare che l'indubbio e importante cambiamento di prospettiva, verificatosi nei mesi scorsi, non assicura che l'economia della UEM e – in particolare – quelle dei suoi paesi periferici si siano ricollocate su un sentiero di crescita di medio-lungo periodo.

Al fine di mostrare tale tesi, parto da un elenco sintetico dell'impressionante lista di fattori negativi che sembravano gravare sull'economia europea nell'autunno del 2014 (cfr. par. 1). Illustro poi la rapida sostituzione, pochi mesi dopo, di quei fattori negativi con una singolare combinazione di elementi macroeconomici e istituzionali positivi (cfr. par. 2). Ciò sollecita qualche riflessione sul punto-chiave del cambiamento: la nuova modalità di *Quantitative Easing* (QE), annunciato dalla Banca centrale europea a metà gennaio 2015 ma anticipato dai mercati fin dall'inizio di dicembre 2014 (cfr. par. 3). Anche il nuovo QE non può, però, avere un impatto diretto sull'economia 'reale' dell'area dell'euro: anche se positivi, i suoi effetti indiretti non sono sufficienti a consolidare robusti processi di crescita in tutti i paesi della UEM nel medio-lungo periodo (cfr. par. 4). A mo' di conclusione, è quindi opportuno accennare alle *policy* europee che dovrebbero associarsi al nuovo QE della BCE, per rendere possibile un simile risultato.

### ***1. Perché le prospettive europee erano così fosche...***

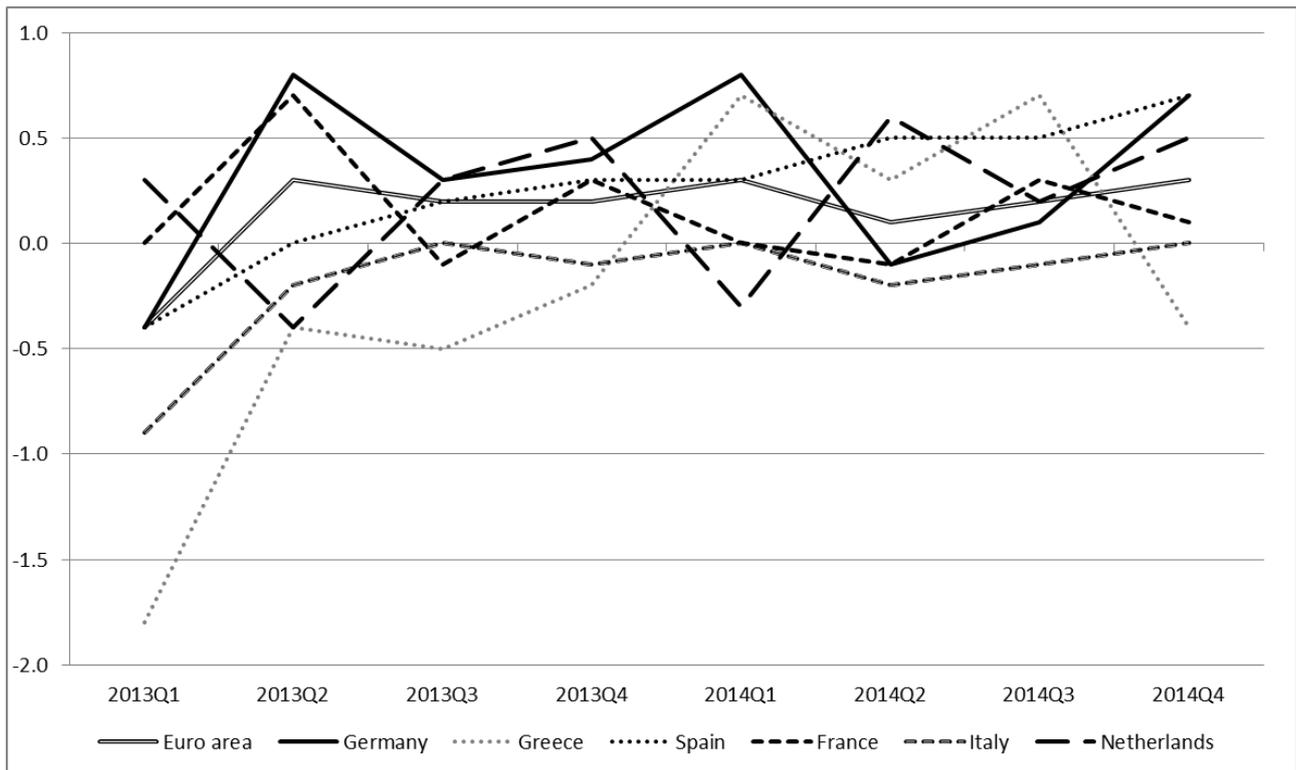
Nell'autunno del 2014, la crescita economica della UEM era inferiore a quanto sarebbe stato lecito sperare dopo la lunga recessione che aveva colpito l'area fra la fine del 2011 e il primo trimestre del

---

\* Il presente lavoro sintetizza il contenuto di due relazioni che ho tenuto, nel mese di marzo 2015, a Roma (*Più crescita con il deprezzamento dell'euro?*, Incontri del Gruppo dei 20: QE e piano di investimenti, 2 marzo) e a Bruxelles (*Nuove opportunità di crescita nell'area euro?*, 25 marzo). Ringrazio l'organizzatore del primo seminario, Luigi Paganetto, per avermi consentito di utilizzare il relativo materiale; e l'Ambasciatore italiano in Belgio e la LUISS per l'organizzazione del secondo seminario. Come esito di tali seminari, ho deciso di sopprimere il punto interrogativo dal titolo di questo scritto.

2013 e che era stata particolarmente acuta per la maggior parte dei paesi periferici. Dopo i timidi e gradualmente segnali di ripresa degli ultimi tre trimestri del 2013, era ragionevole attendersi che il 2014 avrebbe segnato una netta uscita dalla lunga crisi finanziaria ed economica iniziata alla fine del 2007; viceversa, tranne poche eccezioni, gli andamenti economici degli Stati membri della UEM non avevano consolidato questi segnali di ripresa ma erano stati altalenanti (cfr. Fig. 1). Inoltre, almeno nel caso del più importante paese periferico (l'Italia), il 2014 aveva addirittura portato alla terza recessione nell'arco di sette anni (il cosiddetto *triple dip*). A settembre-ottobre del 2014, il timore era quindi che l'area dell'euro fosse alla vigilia di un lungo periodo di stagnazione.

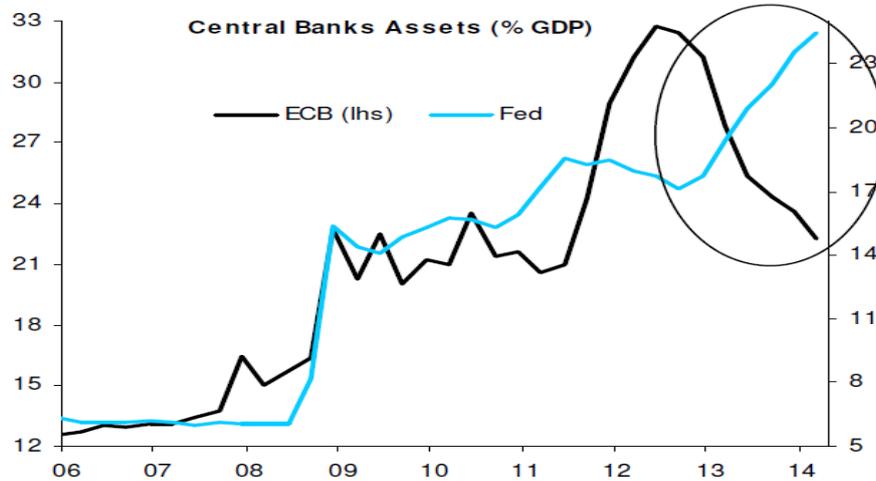
**Figura 1**  
**Tassi di crescita di paesi nell'area dell'euro**



Tale timore era aggravato dallo scarso impatto che stavano avendo e/o promettevano di avere le misure espansive di politica monetaria. A partire da settembre 2014, la BCE aveva fatto ricorso a nuovi strumenti di immissione della liquidità nel sistema economico mediante il canale bancario, sostituendo il programma “LTRO” (dicembre 2011 e febbraio 2012) con il “Targeted LTRO” che consentiva alle banche europee di accedere a nuovi e generosi finanziamenti sotto il vincolo di espandere i loro crediti all’economia ‘reale’. Il limitato ricorso delle banche europee alle prime tappe di questo nuovo programma (T-LTRO) aveva però impedito di realizzare significativi aumenti di base monetaria. Del resto, la generale fragilità dei mercati obbligazionari privati e delle cartolarizzazioni nei paesi dell’UEM rendeva problematico anche il tentativo della BCE di accrescere significativamente la liquidità immessa nel sistema, saltando il canale bancario e ricorrendo a misure non convenzionali di QE incentrate sull’acquisto di “*covered bonds*” e di *asset backed security* (ABS). Se si assume la dimensione del bilancio BCE come *proxy* della base monetaria presente nell’area dell’euro, è facile verificare che verso la fine del 2014 vi era una riduzione di circa il 30% rispetto al picco di metà del 2012 (cfr. Fig. 2).

**Figura 2**  
**Il bilancio della BCE e della Federal Reserve**  
 (Fonte: Reichlin 2015)

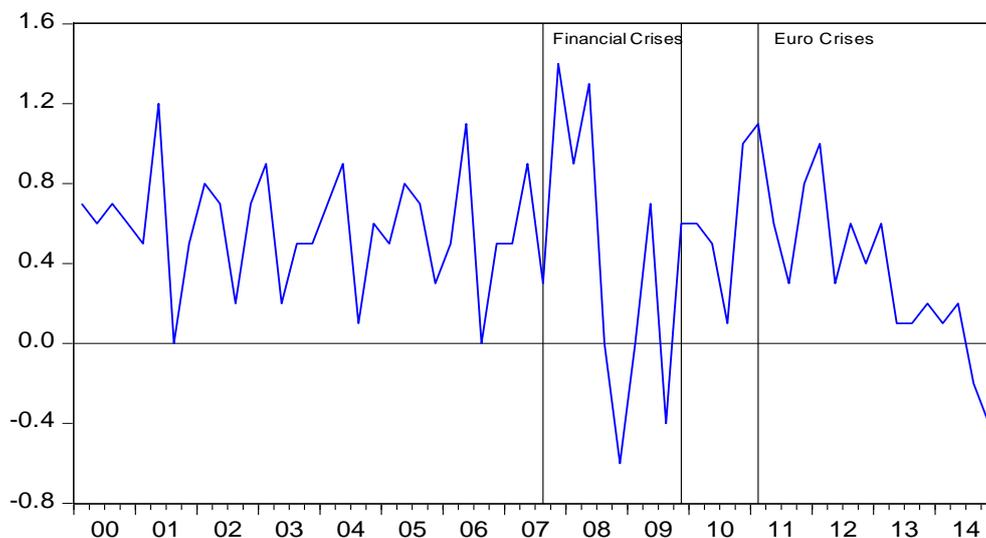
Figure 4.2.10



Source: authors' calculations based on ECB, FRB and national accounts data.

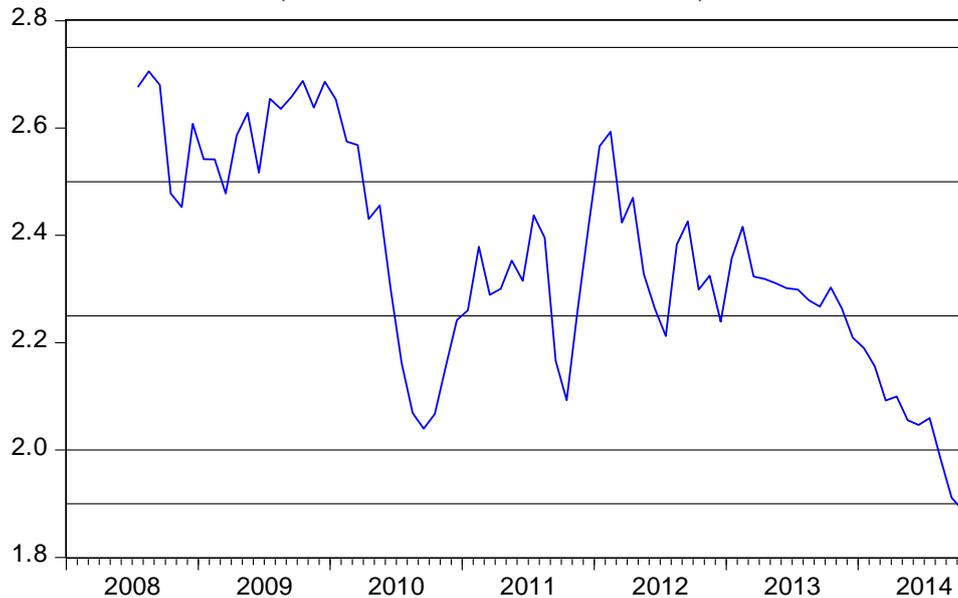
Tale incapacità della politica monetaria di assumere intonazioni espansive, non limitate a tassi nominali di interesse di *policy* prossimi allo 0, era aggravata da una concreta e crescente minaccia dell'affermarsi di tendenze deflazionistiche. Negli ultimi mesi del 2014 i dati su base trimestrale indicavano infatti che, nell'area dell'euro, il tasso medio di variazione dell'indice dei prezzi era negativo (cfr. Fig. 3). Inoltre, alcuni paesi periferici erano entrati in deflazione già nei mesi precedenti. Infine, dalla prima metà del 2014, anche le aspettative di lungo termine sui futuri tassi di inflazione nell'UEM si erano attestate al di sotto della soglia-obiettivo della BCE, ossia il 2%, indicando così quanto fosse alto il rischio di una troppo lenta crescita dei prezzi nell'area dell'euro (cfr. Fig. 4)

**Figura 3**  
**Tassi trimestrali medi di inflazione nell'area dell'euro**  
 (Fonte: Canofari-Messori 2015)



Source: Eurostat

**Figura 4**  
**Tasso di inflazione atteso nell'area dell'euro**  
**(Fonte: Canofari-Messori 2015)**

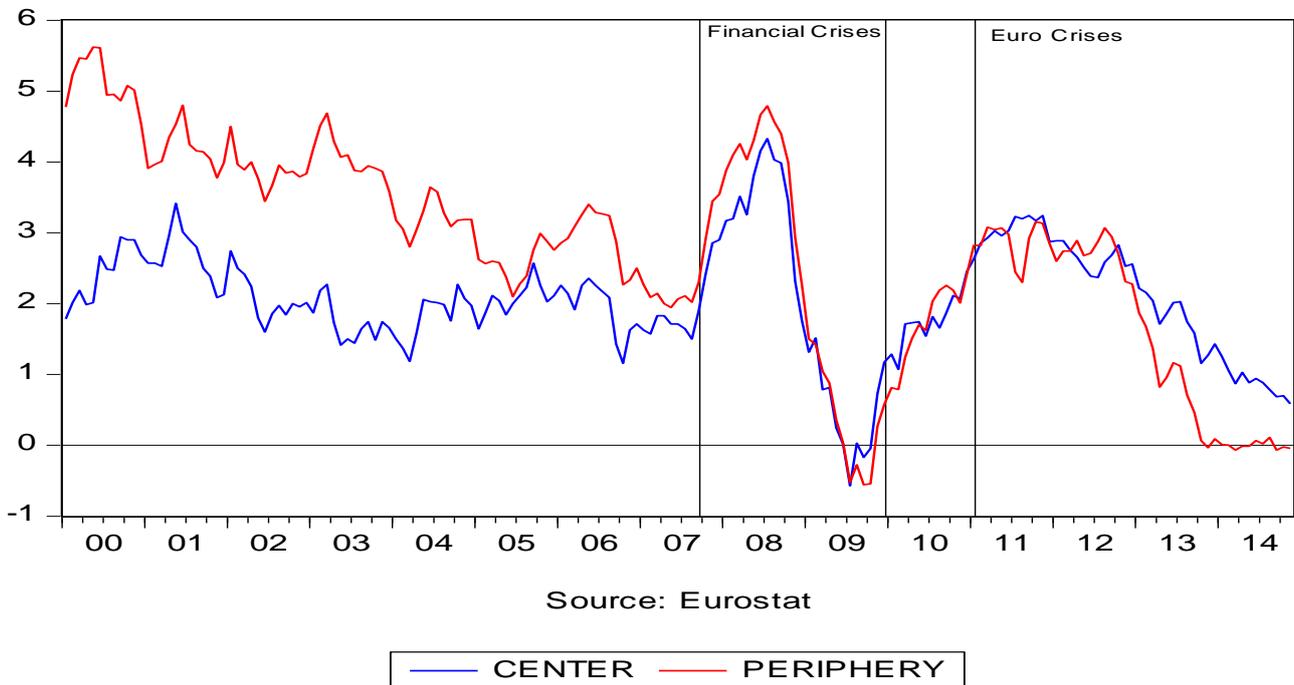


*Source: Datastream Data elaborated by the authors*

E' interessante soffermarsi sul diverso andamento dell'indice dei prezzi nei paesi 'centrali' e in quelli periferici dell'UEM. Prima del picco della crisi finanziaria internazionale, questi ultimi avevano sempre fatto segnare tassi medi di inflazione superiori ai tassi medi di inflazione dei paesi centrali. L'evoluzione europea della crisi aveva, poi, livellato tali tassi nei due sottoinsiemi di paesi. Dai primi mesi del 2013 vi è stata invece un'inversione di tendenza: i tassi medi di inflazione dei paesi periferici sono diventati inferiori a quelli dei paesi centrali (cfr. Fig. 5). Ciò significa che molti Stati membri periferici hanno agito sulla compressione della domanda interna e sui salari per consentire al loro apparato produttivo di contenere i prezzi e di migliorare, così, la competitività di breve periodo nei confronti dei più efficienti Stati membri centrali. Questo dato implica che il rischio di deflazione riguarda soprattutto i paesi più deboli dell'area dell'euro. Il che aggiunge un tassello alla preoccupante lista di fattori negativi dell'autunno 2014: l'impossibilità di compensare la scarsa efficacia della politica monetaria con una politica fiscale espansiva. Tale conclusione è ulteriormente rafforzata dal fatto che, sempre nell'autunno del 2014, vi era una rilevante possibilità che la Commissione europea attivasse procedure di infrazione per insufficiente correzione di debito pubblico eccessivo oppure per squilibri macroeconomici eccessivi nei confronti dell'Italia e per eccesso di *deficit* pubblico nei confronti della Francia.

Per completare il fosco quadro dell'autunno 2014, si possono ricordare altri tre aspetti. Innanzitutto, vi erano molte perplessità circa il "Piano Juncker": l'aspettativa condivisa era che il suo impatto sugli investimenti europei sarebbe stato assai più modesto di quanto sostenuto dalla Commissione europea. In secondo luogo, vi erano timori rispetto all'imminente decisione della Corte Europea in merito alla liceità del meccanismo dell'*Outright Monetary Transaction* (OMT), che era stato varato dalla BCE a inizio settembre 2012 ma che era stato già adombrato dalla nota affermazione di Draghi del luglio precedente ("faremo tutto il possibile per mantenere l'euro in vita; e, ve lo assicuro, basterà"): se la Corte Europea avesse introdotto limiti quantitativi stringenti avrebbe svuotato l'efficacia dell'OMT, un suo giudizio troppo acritico avrebbe potuto scatenare la reazione della Corte costituzionale tedesca. Infine, già si addensavano pesanti nubi rispetto alla sostenibilità economica della Grecia.

**Figura 5**  
**Tassi annuali di inflazione: Paesi centrali e periferici**  
 (Fonte: Canofari-Messori 2015)  
 Central and Peripheral Countries - Annual Percentage Changes

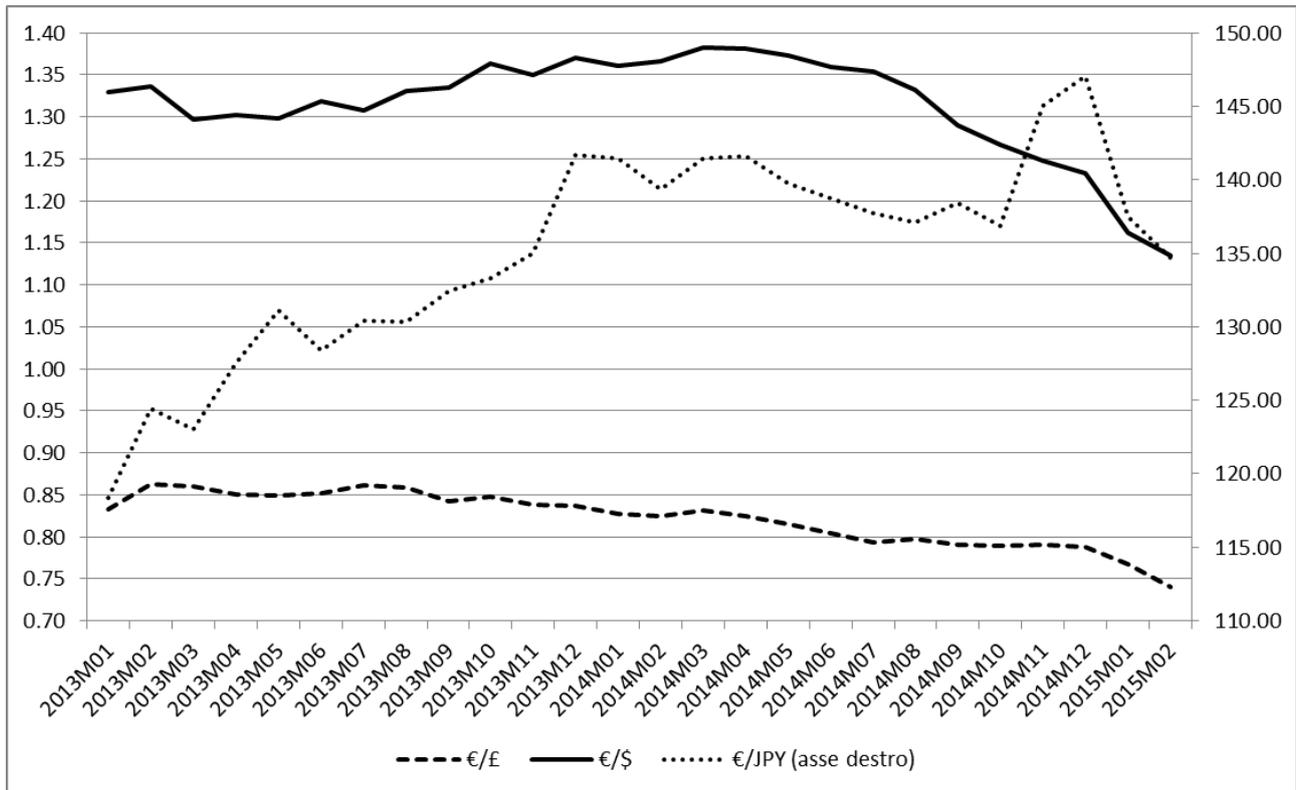


## 2. ... E ora appaiono così brillanti

Nell'inverno del 2014/15 questo quadro negativo è stato alterato da varie novità economiche, e tutte di segno positivo. Innanzitutto vi è stata una caduta nei prezzi dell'energia che è stata di entità così rilevante da superare ogni aspettativa. Tale caduta si è associata a una sensibile diminuzione nei tassi nominali di interesse di *policy* e di mercato anche nei paesi periferici e da un forte deprezzamento dell'euro rispetto alle principali divise internazionali (per es. dollaro statunitense, sterlina britannica, yen giapponese: cfr. Fig. 6). La combinazione fra questi tre fattori ha creato antidoti sia rispetto alle tendenze deflazionistiche che rispetto a carenze di domanda interna. In particolare: l'interazione fra deprezzamento dell'euro e caduta nei prezzi dell'energia ha aumentato la forza di penetrazione delle economie dell'UEM nei mercati internazionali e ha, al contempo, frenato la discesa dei prezzi dei beni non energetici importati; la caduta dei tassi nominali di interesse si è accompagnata a una (seppur timida) ripresa dei finanziamenti bancari all'economia 'reale' anche in vari paesi periferici. Per di più, vi sono stati segnali (ancora deboli) di aumento della domanda interna in alcuni Paesi centrali e, in particolare, in Germania.

Tali novità economiche positive sono state poi rafforzate da una serie di buone notizie provenienti dal livello istituzionale. La Corte europea ha espresso un parere equilibrato nei confronti dell'OMT, che ha sortito il duplice e positivo esito di preservare i caratteri fondamentali di questo strumento (in particolare, l'ammontare illimitato dei possibili acquisti di titoli pubblici degli Stati membri in difficoltà - ma conformi alle regole europee - da parte della BCE) e di rendere più esigui gli spazi per una possibile reazione negativa da parte della Corte costituzionale tedesca. La Commissione europea ha introdotto elementi ulteriori di flessibilità nell'applicazione delle regole di bilancio degli Stati membri durante le fasi negative del ciclo economico. Per di più, essa non ha attivato alcuna procedura di infrazione nei confronti dell'Italia e della Francia e si è mostrata propensa a raggiungere un accordo con la Grecia.

**Figura 6**  
**Il deprezzamento dell'euro**



Di fronte a un insieme così impressionante di eventi positivi e di buone notizie, è quasi scontato chiedersi se vi sia stato un elemento catalizzante. Ritengo che, per quasi tutti i fattori strettamente economici e per una parte dei fattori istituzionali, il catalizzatore positivo sia stato l'annuncio e il varo di una nuova modalità di QE da parte della BCE: l'acquisto sui mercati secondari di titoli del debito pubblico degli Stati membri dell'UEM. Tale estensione del QE, che verrà indicata come QE con acquisti di titoli del debito pubblico (QE-GB), non ha una portata solo quantitativa ma anche qualitativa. Nell'area dell'euro, e - a maggior ragione - nel sottoinsieme dei paesi periferici, il mercato dei titoli del debito pubblico è infatti il solo segmento del mercato finanziario non bancario in grado di consentire un'espansione significativa di base monetaria.

Fra la fine di novembre e l'inizio di dicembre 2014, si è diffusa l'aspettativa che la BCE avrebbe varato a breve un significativo QE-GB; e ciò ha innescato quei processi di caduta nei tassi nominali di interesse anche a medio-lungo termine e di deprezzamento dell'euro sopra menzionati. A metà di gennaio 2015, la BCE ha poi annunciato le sue effettive decisioni in materia di QU-GB che - per molti versi - sono andate al di là delle più ottimistiche previsioni.

Data la tesi che la nuova modalità del QE abbia svolto un ruolo decisivo nel profondo cambiamento del quadro macroeconomico europeo alla fine del 2014, ritengo opportuno dedicare il successivo punto della mia relazione (cfr. punto 3) all'esame di alcuni aspetti del QE-GB. Naturalmente, darò per scontata la conoscenza delle decisioni assunte dalla BCE a gennaio 2015. Svolgerò invece qualche riflessione sugli elementi di novità e sui principali punti di forza e di debolezza del QE-GB in modo da sottolinearne il possibile impatto sull'economia 'reale'.

### 3. La nuova modalità di quantitative easing

A differenza di quanto comunemente si pensi, la BCE aveva avviato un'operazione di QE-GB nell'area dell'euro già molto tempo prima dell'autunno 2014 o del gennaio 2015. Il riferimento è al programma di acquisto di titoli del debito pubblico sui mercati secondari, denominato SMP, che era stato varato nel 2010 al fine di accompagnare l'insieme di prestiti bilaterali concessi alla Grecia da ognuno degli altri paesi dell'UEM e da istituzioni internazionali. Lo SMP era stato, poi, utilizzato dalla BCE per superare la fase acuta della crisi del debito pubblico italiano e di quello spagnolo durante l'estate del 2011. La portata quantitativa dei più recenti QE e QE-GB è, però, molto maggiore del vecchio SMP.

La dimensione e l'estensione dell'operazione di acquisto di titoli, derivante dal QE varato nell'autunno del 2014 (e limitato ai *covered bond* e agli ABS) e dal QE-GB varato a metà gennaio 2015 (ed esteso ai titoli di debito emessi dagli Stati membri e da istituzioni europee), hanno superato la più ottimistica delle aspettative. La dimensione quantitativa di questa operazione da parte della BCE e delle banche centrali nazionali dei paesi dell'UEM (ossia il sistema europeo delle banche centrali) va, infatti, al di là del previsto ammontare di mille miliardi di euro; e la sua durata si protrarrà per non meno di diciannove mesi (marzo 2015 – settembre 2016) ma ha una clausola “*open-ended*” nel senso che non si arresterà qualora, alla scadenza del tempo minimo previsto, non sia stato almeno approssimato l'obiettivo di un tasso effettivo di inflazione vicino alla soglia del 2%. Rispetto al totale dell'operazione anche la quota dei titoli del debito pubblico, che il sistema europeo delle banche centrali si impegnano ad acquistare nei mercati secondari, è maggiore del previsto: tale quota è pari allo 88% dell'ammontare totale del QE-GB ossia di quella parte del [QE+(QE-GB)] relativa all'acquisto di titoli emessi da istituzioni europee, come la Banca Europea di Investimento (BEI) e il Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM), e all'acquisto di titoli del debito pubblico emessi dagli Stati-membri.

A fronte di questi elementi positivi, vi è un aspetto di debolezza del QE-GB. La condivisione fra gli Stati membri del rischio, relativo all'insieme dei titoli del debito pubblico acquistati mediante il QE-GB (il cosiddetto *risk sharing*), è limitata a quella parte degli acquisti direttamente effettuati dalla BCE. Come è noto, la BCE copre il 20% degli acquisti relativi al QE-GB. Essa effettua infatti direttamente il totale degli acquisti del QE-GB riguardanti i titoli emessi da istituzioni europee, che sono pari al 12% e che sono a basso rischio (*rating* “*tripla A*”); e lo 8% del totale degli acquisti del QE-GB relativi ai titoli del debito pubblico emessi dagli Stati membri, che sono pari allo 88% e che possono essere ad alto rischio. Il restante 80% degli acquisti dei titoli del debito pubblico emessi dagli Stati membri è effettuato dalle banche centrali nazionali in proporzione alla partecipazione di ciascuna di esse al capitale della BCE. Ciò significa che, a differenza di quanto sostenuto in varie sedi, il *risk sharing* sui titoli nazionali del debito pubblico non è pari al 20% del QE-GB bensì allo 8% dello 88% del QE-GB –ossia a poco più del 9%; il rischio restante è ripartito fra le banche centrali nazionali.

Qui non è il caso di approfondire le possibili negative implicazioni dell'insufficiente *risk sharing* che caratterizza il QE-GB. Voglio invece sottolineare che, al di là di tale aspetto, le novità del [QE+QE-GB] non vanno sottovalutate. Al riguardo, sarebbe sbagliato ritenere che si tratti di uno strumento di politica monetaria assimilabile al LTRO o al T-LTRO. La novità sostanziale delle diverse forme di QE risiede nel fatto che l'immissione di liquidità nel sistema economico è diretta (compra-vendita di titoli nel mercato secondario) e non utilizza la mediazione del canale bancario. E' evidente che i venditori dei titoli del debito pubblico o degli ABS, domandati dal sistema europeo delle banche centrali, potranno anche essere – e, di fatto, in larga misura saranno – le banche o altri intermediari finanziari. Resta però una peculiarità: il sistema europeo delle banche centrali effettuerà una domanda, inelastica rispetto al prezzo, di titoli del debito pubblico degli Stati membri e di altre attività finanziarie sul mercato secondario; e vi sarà una struttura di prezzi di equilibrio, a cui l'offerta sarà in grado di soddisfare questa domanda. I meccanismi di mercato

tenderanno, così, a comprimere i tassi di interesse di breve e di lungo periodo nei mercati finanziari. Soprattutto, nell'istante in cui la domanda di titoli da parte del sistema delle banche centrali nazionali si realizzerà, vi sarà un equivalente aumento di base monetaria nel sistema economico.

Ciò non significa che ognuno degli aumenti di base monetaria si tradurrà necessariamente in un incremento di prestiti al settore 'reale' delle economie europee. E' vero che le banche della UEM avranno un forte incentivo a non detenere inattiva la loro conseguente liquidità aggiuntiva perché, da giugno 2014, devono pagare tassi negativi di interesse sui loro depositi presso la BCE. Esse potranno, però, scegliere varie allocazioni alternative al finanziamento del settore 'reale'. Una di tali possibili allocazioni consisterà nell'acquisto di attività finanziarie nei mercati internazionali e, in particolare, in quelli dell'area statunitense. Determinando un'uscita di flussi finanziari dai paesi della UEM, ne deriverà una spinta al deprezzamento dell'euro.

#### **4. Effetti di breve periodo**

Queste considerazioni sottolineano che le varie forme di QE, inclusa la forma più efficace di QE-GB, tendono ad avere un impatto sulle attività economiche 'reali' che è solo indiretto. Le principali vie, attraverso cui l'impatto del QE si può manifestare, sono almeno quattro. La prima via è stata appena illustrata; si tratta della spinta al deprezzamento dell'euro rispetto alle altre più importanti monete internazionali. Una seconda via è incentrata sulla diminuzione dei tassi di interesse di breve e di lungo periodo; il che, a sua volta, può avere effetti positivi sul livello degli investimenti e, dunque, sulla domanda aggregata. Una terza via tende a portare a incrementi nell'altra componente della domanda aggregata, ossia i consumi, grazie al fatto che aumenti nel valore delle attività finanziarie possono generare positivi "effetti ricchezza". Un'ultima via da non trascurare, che deriva però in larga misura dalle altre tre, riguarda il miglioramento delle aspettative nei confronti dei timori di deflazione e di recessione.

Per varie ragioni che non posso qui approfondire ma che sono – almeno in parte - implicite in quanto sopra detto, ritengo che la via più rilevante fra le quattro menzionate sia il deprezzamento dell'euro. Tale prima conclusione giustifica la duplice tesi del mio intervento: le varie forme di QE promettono di avere effetti indiretti molto positivi sui tassi di crescita dell'area dell'euro nel breve periodo; è però irrealistico fare affidamento a queste sole forme per rilanciare nell'area una crescita economica robusta di lungo periodo. Al riguardo, non credo infatti che sia concepibile (né dal punto di vista economico, né da quello etico) il ricorso a un deprezzamento della propria moneta come fattore strutturale di crescita per un'economia, come quella della UEM, che vanta uno dei più avanzati apparati di produzione di beni e servizi a livello internazionale. Il deprezzamento della moneta può essere un fattore temporaneo di rilancio delle esportazioni di un'area economica che, come quella dell'euro, ha una carenza di domanda interna e divari interni di produttività e di prezzo. Esso può così offrire un utile espediente per ottenere il tempo necessario a risolvere queste carenze e questi divari mediante appropriate riforme che sono più facilmente attuabili in fasi di ripresa che non in fasi di recessione.

Ciò significa che, per ritornare a crescere in modo strutturale, l'area dell'euro deve compensare i gravi divari di competitività che hanno segnato le relazioni fra i suoi diversi Stati membri fin dalle origini dell'unificazione monetaria e che ne hanno impedito una reazione più pronta ed efficace rispetto alla crisi finanziaria e 'reale' internazionale fra la seconda metà del 2007 e la fine del 2009. L'evidenza empirica mostra che, dalla costituzione dell'euro fino allo scoppio della crisi finanziaria e reale internazionale, vi è stato un rapido aumento dei preesistenti squilibri nelle partite correnti dei vari paesi dell'area: *imbalances* positive per la maggioranza dei paesi centrali e *imbalances* negative per molti paesi periferici. In quel periodo tali squilibri sono stati compensati da ingenti flussi finanziari e di capitale dai paesi centrali ai paesi periferici. Fra il 2009 e il 2013, gli squilibri dei paesi periferici sono stati invece sottoposti a un drastico e inevitabile aggiustamento, allorché la "fuga verso la qualità" da parte degli investitori professionali e *retail* dei paesi centrali ha interrotto

i precedenti flussi finanziari compensativi. I paesi periferici hanno recuperato un equilibrio nelle loro partite correnti mediante la recessione economica che ha alimentato un circolo vizioso fra compressione salariale, compressione dei prezzi e crescita di altri squilibri interni (in particolare, elevati tassi di disoccupazione). Si è però trattato di una soluzione fragile perché fondata sulla mancanza di sviluppo. Prova ne sia che nel 2014, quando alcuni paesi periferici (come la Spagna) hanno ripreso a crescere, le tendenze al riequilibrio delle loro partite correnti si sono interrotte e sono riemerse *imbalances* negative.

La mia conclusione è perciò che il processo di QE-GB e il connesso deprezzamento dell'euro siano l'ulteriore occasione, offerta dalla BCE alle istituzioni europee e agli Stati membri nazionali, per sanare gli squilibri di competitività interni all'area in un contesto più favorevole di quello recessivo. Non si tratta di convergere verso un unico modello competitivo ma di aumentare la competitività relativa dei paesi periferici mediante riforme nazionali, progetti europei di investimento e forme di condivisione del rischio. Si tratta, in altri termini, di costruire nell'area dell'euro un ambiente economico di competizione cooperativa. Il QE e il deprezzamento dell'euro ci offrono un contesto favorevole. Si tratta di sfruttarlo perché non durerà indefinitamente. Come sarà infatti possibile giustificare, a livello internazionale, la debolezza dell'euro quando le partite correnti dell'UEM hanno toccato un massimo storico superiore al 3,5%?