



NOTA DAL CSC

Effetto BCE: in Italia un aumento del PIL dell'1,8% e 3,2 miliardi di risparmio sugli interessi per le imprese

L'acquisto di titoli per 1.140 miliardi di euro varato dalla BCE determina una riduzione di 1,1 punti dei tassi a lunga e causa una svalutazione dell'11,4% nel tasso di cambio della moneta unica. Parte di questi effetti sono già stati anticipati dai mercati, perciò le ricadute su PIL e conti delle imprese saranno più rapide.

Pasquale Capretta e Ciro Rapacciuolo

I tassi reali a lungo termine sono ancora alti, in relazione alle condizioni di crescita economica, in molti paesi dell'Euroarea. E tendono a salire con la riduzione della dinamica dei prezzi, ormai sottozero. Lo stimolo fornito dai bassi tassi nominali a consumi e investimenti, perciò, è limitato e addirittura si riduce. Ciò, insieme al rischio deflazione, ha reso necessario il programma di espansione monetaria appena annunciato dalla BCE e lungamente atteso.

La sua ampiezza è tale da diminuire i tassi reali sui titoli a lungo termine di 109 punti base, in base alle elaborazioni del CSC. Parte di tale ribasso è stata già realizzata dai mercati in vista proprio della decisione BCE. Inoltre, il QE produce un indebolimento del tasso di cambio effettivo dell'euro, che il CSC quantifica dell'11,4%, anch'esso in parte già avvenuto.

Il combinato tassi-cambio rafforza l'attività economica. Il CSC calcola che i minori tassi alzano il PIL italiano dello 0,2% nel 2015 e di un ulteriore 0,4% nel 2016; il cambio più debole dello 0,6% in ciascun anno. La spinta complessiva è, dunque, pari allo 0,8% nel 2015 e all'1,0% nel 2016.

La diminuzione dei tassi sui titoli si trasmette al costo del denaro pagato dalle imprese, con un risparmio che il CSC stima in 3,2 miliardi di euro all'anno.

1. L'ampio QE della BCE sostiene l'economia italiana

La BCE ha varato acquisti di titoli pubblici e privati emessi nell'Euroarea per un totale di 1.140 miliardi di euro, al ritmo di 60 miliardi al mese per 19 mesi (marzo 2015-settembre 2016). Il CSC ha stimato l'impatto sui tassi di interesse di tale *Quantitative Easing* (QE) sulla base dell'esperienza delle analoghe operazioni realizzate dalla FED negli USA durante gli ultimi

anni¹: meno 109 punti base per i tassi a lunga reali nella media dell'Area euro. In parte, la discesa dei tassi nominali negli ultimi mesi ha già anticipato l'effetto della nuova decisione BCE. Sulla base dell'esperienza storica, per ottenere la riduzione stimata dei tassi reali a lunga, sarebbe stato necessario tagliare i tassi di riferimento di 437 punti base. Manovra difficilmente praticabile, dato che i tassi BCE sono già nulli.

Il QE è stato studiato proprio per superare lo *zero lower bound*: è specificamente mirato a diminuire i rendimenti a medio-lungo termine, che maggiormente influenzano le decisioni di spesa di famiglie e imprese, perché sostiene la domanda di titoli e quindi ne alza i prezzi. Questa politica è stata seguita con forza negli USA. Dove è sempre vivo il dibattito tra chi ritiene che il QE abbia funzionato e chi invece, guardando al limitato calo dei tassi a lunga americani, lo giudica inefficace; è probabile, invece, che senza il QE i tassi USA sarebbero stati decisamente più alti. Nell'Eurozona gli acquisti di titoli non erano del tutto assenti, perché già dagli ultimi mesi del 2014 erano partiti programmi relativi a *covered bond* e ABS, ma si è trattato finora di ammontari limitati (33 e 2 miliardi di euro rispettivamente), soprattutto per la scarsità di tali titoli.

Nell'Eurozona lungo il sentiero della riduzione dei tassi a lunga c'è la complicazione che deriva dall'essere costituita da stati sovrani e dalla mancanza dell'unione di bilancio. Se il rendimento sul Bund decennale (che è attorno allo 0,5%) registrasse per intero il calo stimato di 109 punti base cadrebbe ampiamente in territorio negativo. Questo non è tecnicamente impossibile, visto che i rendimenti dei titoli di stato tedeschi con scadenza fino a tre anni sono già negativi. Tuttavia, è possibile solo nella misura in cui ci sono investitori disposti ad accettare tassi negativi per una durata decennale. Quindi, la riduzione del rendimento del Bund incontrerà una resistenza, a metà circa della caduta stimata se non prima. A quel punto, è probabile che la liquidità immessa con il proseguimento degli acquisti di titoli da parte della BCE si riversi maggiormente sui titoli sovrani periferici (come il BTP), man mano che gli investitori privati venderanno Bund alla Banca centrale, per reinvestire il ricavato in titoli con rendimenti più alti. Perciò lo spread tra i rendimenti periferici e quello dei Bund diminuirà ulteriormente².

Il QE della BCE provoca, inoltre, l'indebolimento dell'euro rispetto alle altre valute, attraverso la riduzione dei tassi di mercato: -11,4% calcola il CSC per il tasso di cambio effettivo, cioè rispetto a un ampio paniere di valute dei partner commerciali. Una parte di questo deprezzamento, dato che da tempo i mercati si attendevano il QE, è già incorporata nella svalutazione che è cominciata dalla primavera 2014. Ma il piano BCE ora varato continuerà anche nei prossimi mesi a spingere al ribasso la moneta unica³.

¹ La prima e la seconda fase di stimolo monetario da parte della FED (300 miliardi di dollari nel 2009, 600 nel 2010-2011) hanno determinato una riduzione dei rendimenti dei *Treasury* americani pari a 35 e 45 punti base rispettivamente. Si veda Stefania D'Amico, William English, David Lopez-Salido e Edward Nelson, *The Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchase Programs: Rationale and Effects*, Federal Reserve Board, ottobre 2012.

² Un'altra complicazione nell'Euroarea è data dal modo in cui si sceglie di suddividere gli acquisti di titoli sovrani per paese emittente. Si è deciso di utilizzare le quote del capitale BCE, ma si potevano usare altri criteri (quote sulla somma dei debiti pubblici dell'Area, etc.). A seconda del criterio prescelto, gli effetti sui rendimenti dei titoli sovrani emessi nei singoli paesi possono differire.

³ La Banca d'Italia stima che acquisti BCE che conducessero a un calo dei tassi a lungo termine di 50 punti base determinerebbero anche un deprezzamento dell'euro del 5% verso le principali valute. Si veda *Bollettino Economico*, n.1/2105, pag. 43.

Un euro più debole determina un allentamento delle condizioni monetarie in Euroarea. Il CSC calcola che il deprezzamento del 3,7% registrato tra marzo e dicembre 2014 dal cambio effettivo nominale equivale a un calo di 0,9 punti percentuali dei tassi di interesse a breve (Euribor a tre mesi)⁴. Nei confronti del dollaro il deprezzamento è stato più marcato (-16,8% tra maggio 2014 e gennaio), anche in conseguenza della chiusura del QE della FED in ottobre.

L'espansione monetaria decisa dalla BCE rilancia l'economia italiana. Secondo le simulazioni del CSC, il calo dei tassi reali determinato dagli acquisti di titoli alza il PIL italiano dello 0,2% nel 2015 e di un ulteriore 0,4% nel 2016. A questo effetto si somma quello dell'indebolimento del cambio che, secondo le stime CSC, alza il PIL italiano dello 0,6% nel 2015 e di un ulteriore 0,6% nel 2016 (Tabella II QE della BCE aiuta l'economia italiana).

Il QE della BCE aumenta il PIL italiano

(Incrementi %)

Effetti ottenuti tramite:	2015	2016
riduzione dei tassi reali a lungo termine ¹	0,2	0,4
indebolimento dell'euro ²	0,6	0,6
Totale	0,8	1,0

¹ Il rendimento reale dei BTP scende di 109 punti base.

² Il tasso di cambio effettivo nominale scende dell'11,4%.

Fonte: elaborazioni e stime CSC.

L'effetto complessivo del QE sul PIL italiano è, dunque, pari a +0,8% nel 2015 e a un ulteriore +1,0% nel 2016.

La riduzione del rendimento del BTP decennale, tasso di riferimento per l'economia italiana, porta, inoltre, alla diminuzione dei tassi pagati dalle imprese sul credito bancario. Il CSC stima che un calo del rendimento nominale del BTP pari a 1,1 punti fa scendere il costo del denaro per le aziende sul nuovo credito di almeno 0,4 punti percentuali nel corso del 2015. Questa riduzione, se duratura in misura sufficiente da estendersi all'intero stock dei prestiti, determina una minor spesa per interessi per le imprese pari a 3,2 miliardi di euro all'anno.

2. Tassi reali troppo elevati in Italia e altri paesi euro

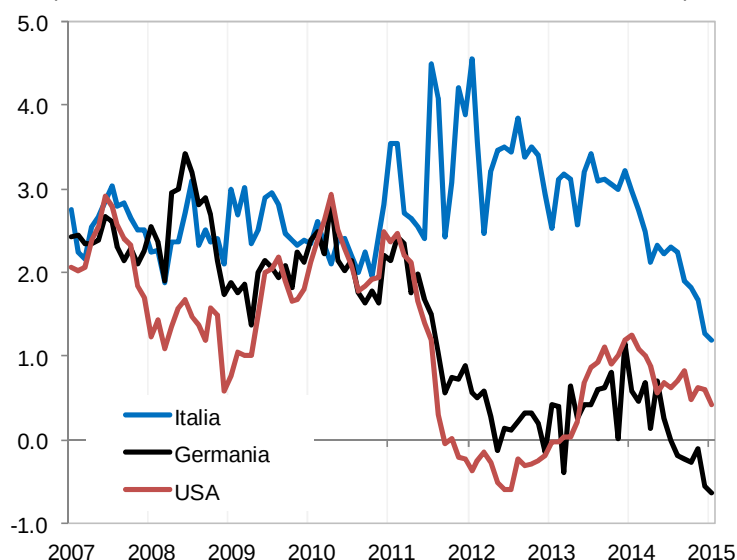
Il QE a lungo atteso nell'Eurozona si è reso necessario per contrastare la deflazione, perché lo stimolo fornito alla crescita dalle precedenti misure BCE era sempre più insufficiente.

I tassi a lunga, infatti, sono diminuiti poco in termini reali, ovvero tolta la dinamica dei prezzi. E tendono a salire man mano che quest'ultima si riduce. In Italia il BTP decennale al netto dell'inflazione *core* è rimasto sostanzialmente stabile tra 2011 e 2013, su livelli molto alti, e solo nel 2014 ha registrato un calo significativo: 1,19% a gennaio, da 3,22% alla fine del 2013 (Grafico *Tassi reali a lunga ancora alti in Italia*). Si tratta, però, di un livello ancora elevato, se valutato alla luce delle condizioni di stagnazione dell'economia. E se confrontato con il corrispondente valore in Germania, dove il tasso reale a lunga è tornato in territorio negativo dal 2014 (-0,64% a gennaio). Negli USA il tasso reale è calato allo 0,43%.

⁴ Si veda Neil R. Ericsson, Eilev S. Jansen, Neva A. Kerbeshian e Ragnar Nymoen (2008), *Interpreting a Monetary Conditions Index in economic policy*, Federal Reserve Board e Norges Bank.

La limitata discesa dei tassi reali a lunga non costituisce uno stimolo abbastanza forte per rilanciare l'economia italiana e di altri paesi dell'Euroarea. Questa è una delle ragioni della sua prolungata debolezza negli ultimi anni. L'Italia e l'intera Area euro stanno ancora faticosamente tentando di riemergere dalla lunga fase di bassa crescita e bassa inflazione, con una politica monetaria che finora ha dimostrato di avere poca efficacia nel sostenerne il rilancio. La crisi ha mutato il contesto, causando minor crescita potenziale e pressioni deflazionistiche. In questo difficile scenario, una politica monetaria ancora più espansiva è essenziale a far ripartire l'economia.

Tassi reali a lunga: ancora alti in Italia...
(Rendimenti % dei Titoli di Stato a 10 anni meno inflazione core)



Fonte: elab. CSC su dati Thomson Reuters, BLS, Eurostat.

I tassi reali in Euroarea sono più bassi proprio nelle economie che ne avrebbero meno bisogno, come la Germania. Laddove lo stimolo monetario è maggiormente necessario, come in Italia, i tassi reali a lunga restano invece ampiamente positivi. Questo acuisce la divergenza tra i paesi dell'Euroarea e complica ulteriormente la gestione delle altre politiche economiche.

Senza le misure già varate dalla BCE, però, varie economie avrebbero sperimentato una contrazione ancora più marcata di quella effettivamente registrata. Per l'Italia, recenti stime della Banca d'Italia⁵ indicano che ci sarebbe stato un maggior calo del PIL pari a 2,7 punti percentuali cumulati nel biennio 2012-2013 se la BCE non avesse adottato gli interventi monetari non standard che hanno abbassato i rendimenti dei titoli sovrani nei paesi periferici rispetto ai picchi del 2011.

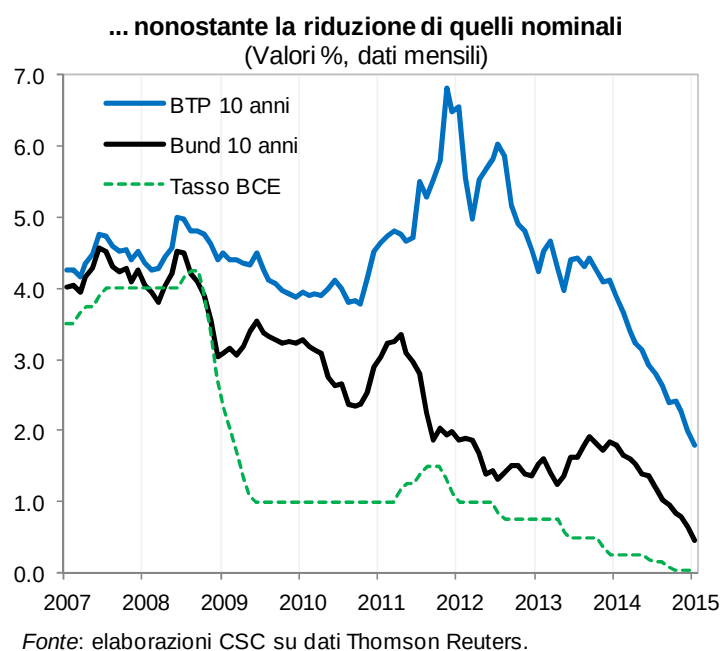
3. Tassi nominali lunghi in caduta, ma non abbastanza

La BCE negli ultimi anni ha progressivamente tagliato i tassi di interesse ufficiali a breve, portandoli fin quasi a zero (0,05% da settembre 2014). Inoltre, aveva già adottato prima del QE una serie di misure monetarie non convenzionali: prestiti a medio termine alle banche, acquisti di titoli privati. Negli USA, la FED ha perseguito analoghe politiche, ancor prima e con maggior forza rispetto alla BCE. Il terzo programma di QE americano, durato oltre due anni, è stato chiuso nell'ottobre 2014 dopo acquisti per 1.550 miliardi di dollari.

⁵ Marco Casiraghi, Eugenio Gaiotti, Lisa Rodano e Alessandro Secchi (2013), *The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis*, Questioni di Economia e Finanza, n.203, Banca d'Italia.

Nonostante le politiche monetarie iper-espansive, in alcuni paesi euro i tassi a lungo termine restano elevati. La curva dei tassi nominali nella media dell'Area euro è piatta fino a 4 anni, ma sale ancora troppo sulle scadenze lunghe.

I rendimenti dei titoli pubblici a 10 anni, infatti, non si sono ridotti abbastanza da risultare adeguati al contesto macroeconomico di stagnazione e deflazione (Grafico *...nonostante la riduzione di quelli nominali*). In Italia, il tasso sul BTP decennale è diminuito fino all'1,49% in gennaio, dal picco di 6,80% nel novembre 2011. Quello sul Bund tedesco di pari durata è sceso allo 0,42% a gennaio, minimo storico, dal 3,35% nell'aprile 2011. Lo spread tra i due titoli si è assottigliato a 107 punti, da 550 nel novembre 2011. Negli USA, il *Treasury* decennale è sceso all'1,93%, da 3,56% nel febbraio 2011 (ma era all'1,51% nell'estate 2012).



4. L'inflazione bassa e in calo tiene alti i tassi reali

La limitata discesa dei tassi lunghi reali rispetto a quelli nominali è spiegata, in Italia e altri paesi euro, dalla progressiva frenata della dinamica dei prezzi al consumo, scivolata in alcuni casi in territorio negativo. La deflazione riduce l'efficacia della politica monetaria convenzionale, data la difficoltà a portare sotto zero i tassi nominali. Più inflazione, viceversa, ne aumenta la presa sull'economia.

L'indice totale dei prezzi al consumo in Italia registra una variazione annua nulla in dicembre (-0,1% l'IPCA); era scesa fino a -0,2% in settembre. Nel settembre 2012 era a +3,2%. La sua discesa è dovuta sia ai ribassi dei corsi delle commodity sia (e in maggior parte) alla debolezza dell'economia.

Al netto di energetici e alimentari, i cui prezzi riflettono maggiormente le quotazioni delle materie prime, la dinamica dei prezzi al consumo è diminuita allo 0,7% annuo in Italia a dicembre, dal 2,1% nell'agosto 2012. In Germania l'inflazione *core* è più alta: +1,2%. Nella media dell'Area euro è allo 0,7%.

La flessione delle quotazioni di molte materie prime (petrolio, metalli, cereali) è in larga misura esogena all'economia italiana ed europea. Nasce dalle attese di minor crescita della domanda degli emergenti sul medio-lungo termine e, in alcuni casi soprattutto, dal forte aumento della produzione. In particolare ciò vale per il petrolio, la cui offerta è alimentata dall'impennata dell'estrazione in USA e il cui prezzo è crollato a seguito della decisione dell'Arabia Saudita di non adeguare più la produzione per sostenerlo e tagliare i propri listini.

I prezzi al consumo, dunque, viaggiano a ritmi molto inferiori all'obiettivo della BCE, che è di mantenere una dinamica sotto, ma prossima, al +2,0% annuo. Ciò spiega perché la Banca centrale stia sempre più spingendo sull'acceleratore dello stimolo monetario. La frenata dei prezzi *core* in presenza di politiche monetarie iper-espansive è di per sé un fatto nuovo, rispetto alle regolarità economiche che caratterizzavano il periodo pre-crisi.

Cosa sarebbe accaduto in tempi normali?

Un taglio dei tassi di *policy* a breve, storicamente, si trasmette all'intera curva, per durata, dei tassi di interesse. In alcuni casi il tasso ufficiale viene tagliato prima che inizino a calare quelli a lunga, in altri casi questi ultimi anticipano un taglio dei tassi a breve della banca centrale (inversione della curva). Comunque, il tasso a breve resta poi più basso rispetto ai tassi di mercato a lunga (*term premium*). Tutto ciò è quanto accadeva, ad esempio, nell'Euroarea prima del 2007.

Normalmente, un aumento dei tassi a lunga segnala un miglioramento delle prospettive economiche. Viceversa, tassi a lunga in calo indicano un'economia in difficoltà, talvolta seguendo e talaltra anticipando le misure della Banca Centrale che prova a stimolarla, tagliando quelli a breve. Infatti, di solito l'avversione al rischio degli investitori aumenta quando ci si attende recessione e, quindi, i capitali defluiscono dagli asset più rischiosi (azioni) e affluiscono su quelli ritenuti *risk-free* (titoli di stato), alzandone i prezzi e abbassandone i rendimenti.

Inoltre, tassi più bassi hanno sempre sostenuto l'attività economica. Anzitutto, perché incoraggiano consumi e investimenti, incentivando a finanziarli a debito e a ridurre la propensione al risparmio. Inoltre, tassi più bassi deprezzano il tasso di cambio, stimolando le esportazioni; le misure non standard hanno un effetto analogo sul cambio.

Infine, quando una Banca centrale abbassa i tassi di interesse, aumentano le attese di accelerazione dell'inflazione. Perché il taglio dei tassi alimenta la domanda e l'uso più intenso degli input produttivi e, quindi, genera pressioni al rialzo nella formazione di salari e prezzi.

Le distorsioni monetarie causate dalla crisi

Con la crisi iniziata nel 2007 il funzionamento dei mercati, le relazioni tra le diverse variabili economiche e la gestione delle politiche sono diventati molto più complessi e meno lineari.

Anzitutto, il tasso di *policy* è stato presto portato a quota zero, soglia considerata difficilmente valicabile, limitando lo spazio di manovra standard delle varie banche centrali.

In secondo luogo, nell'Euroarea si è inceppato il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, per cui un taglio dei tassi di *policy* tarda a influenzare gli altri tassi di interesse nei diversi settori dell'economia e nei vari paesi. La frammentazione del mercato interbancario è tra i motivi di questo inceppamento. In paesi dove è considerato maggiore il rischio sul debito sovrano e il mercato del credito bancario è più selettivo, come Italia o Spagna, le imprese pagano tassi di interesse più elevati.

Terzo, la categoria di asset cosiddetti *risk-free*, specie nell'Euroarea, è diventata molto meno netta, in larga parte soppiantata dal concetto di paese *risk-free*. Questo è avvenuto con forza dal 2010-2011, con la crisi dei debiti sovrani, che ha portato a discriminare, come più rischiosi, tutti gli asset emessi in alcuni paesi dell'Area euro. Ciò ha reso più difficile leggere i segnali che vengono dai tassi a lunga. Oggi se questi restano più alti in un paese non è certo perché le sue prospettive di crescita siano migliori che in altri. Il Bund tedesco è giudicato come uno dei pochi titoli a basso rischio rimasti, perché è emesso dalla Germania; perciò è stato acquistato nei momenti di maggior tensione nell'Euroarea, che hanno innescato fuga dei capitali verso porti sicuri (*flight to quality*). Il suo rendimento decennale ha seguito la strada di graduale abbassamento tracciata dai tassi BCE. Non

così è avvenuto per il BTP italiano e i titoli spagnoli, portoghesi, greci; i rendimenti di tali titoli nel 2010-2011 si sono allontanati in maniera drastica sia da quelli del Bund sia dal tasso BCE.

Quarto, l'effetto cambio: se in molte economie contemporaneamente si tagliano i tassi di interesse e si decidono misure di stimolo monetario non standard, l'impatto sui tassi di cambio sarà limitato proprio dalla simultaneità di quegli interventi. Questo è quanto accaduto durante la crisi, che ha coinvolto tutte le maggiori economie mondiali, sebbene con diversi gradi di intensità. Impatti significativi su euro e dollaro si sono avuti solo in funzione del diverso *timing* delle misure adottate da BCE e FED; e ciò sta avvenendo anche negli ultimi mesi, con il deprezzamento dell'euro che è conseguente alle misure espansive varate dalla BCE in giugno e settembre e alla chiusura del QE FED avvenuta in ottobre.