



Dipartimento di Impresa e Management  
Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

**POLITICA MONETARIA NON CONVENZIONALE: IL QUANTITATIVE EASING**

RELATORE:

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATA:

Annacarmen Bernardo

Matricola 223121

Anno Accademico 2019



## INDICE

### **Introduzione**

#### **Capitolo 1: Gli obiettivi della politica monetaria e gli strumenti per raggiungerli**

- 1.1 Strumenti di politica economica: politica fiscale e politica monetaria
- 1.2 obiettivi intermedi e finali della politica monetaria
  - 1.2.1 Modello di Poole
  - 1.2.2 Money targeting
  - 1.2.3 Inflation targeting
- 1.3 Strumenti di politica monetaria convenzionali
  - 1.3.1 Operazioni di mercato aperto
  - 1.3.2 Operazioni su iniziativa delle controparti
  - 1.3.3 Riserva obbligatoria
- 1.4 Quando e perché si ricorre alle politiche non convenzionali: trappola della liquidità
- 1.5 Strumenti di politica monetaria non convenzionali
  - 1.5.1 Forward guidance
  - 1.5.2 Operazioni di rifinanziamento a lungo termine
  - 1.5.3 Tassi di interesse negativi
  - 1.5.4 Credit easing
- 1.6 Quantitative easing
  - 1.6.1 Canali di azione ed effetti attesi
  - 1.6.2 Rischi ed effetti collaterali

#### **Capitolo 2: Casi di applicazione del quantitative easing**

- 2.1 Politica monetaria del Giappone, paese pioniere del quantitative easing
  - 2.1.1 Politica monetaria prima della Grande Depressione: “Lost Decade” e trappola della liquidità.
  - 2.1.2 Politica monetaria post 2007: QQE (quantitative and qualitative easing)
- 2.2 Quantitative easing della Federal Reserve
  - 2.2.1 Politica monetaria pre-2007
  - 2.2.2 Politica monetaria post 2007: QE in risposta alla crisi finanziaria globale
- 2.3 Asset Purchase Facilities della Bank of England

#### **Capitolo 3: Politica monetaria della BCE, dagli strumenti convenzionali al QE**

- 3.1 Origine e struttura della Banca Centrale Europea
- 3.2 Obiettivi e funzioni della BCE
  - 3.2.1 Obiettivo primario: perché la stabilità dei prezzi?
  - 3.2.2 Funzioni assolute dalla BCE
- 3.3 Strumenti convenzionali di politica monetaria della BCE
  - 3.3.1 Operazioni di mercato aperto
    - 3.3.1.1 Operazioni di mercato aperto temporanee
    - 3.3.1.2 Operazioni di mercato aperto definitive

- 3.3.2 Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti
- 3.3.3 Riserva obbligatoria
- 3.4 Politica monetaria della BCE prima del quantitative easing
  - 3.4.1 Politica monetaria prima del 2007
  - 3.4.2 Limiti degli strumenti convenzionali di fronte alla crisi del 2007
  - 3.4.3 Misure non convenzionali in risposta alla crisi
- 3.5 Il quantitative easing della BCE
  - 3.5.1 Effetti del QE

### **Appendice:**

Misure non convenzionali per tempi non convenzionali: le mosse anti Covid di BCE, Fed, BoE e BoJ

### **Conclusione**

### **Bibliografia**

## **Introduzione**

Il seguente elaborato, articolato in tre sezioni, analizza dapprima gli strumenti di politica monetaria non convenzionali implementati dalle banche centrali per perseguire i propri obiettivi in situazioni in cui le manovre ordinarie si dimostrano inefficienti, e si sofferma successivamente sul quantitative easing, di cui è fornita un'analisi teorica accompagnata da una descrizione pratica studiata attraverso i vari casi di applicazione del QE nella storia dell'economia globale.

Nello specifico, il primo capitolo, dopo una presentazione generale della politica monetaria, dei suoi obiettivi e degli strumenti convenzionali di cui dispone, evidenzia i limiti di questi ultimi e passa in rassegna le misure non convenzionali introdotte per superarli, tra cui il quantitative easing. Al QE è dedicata un'intera sezione del capitolo nella quale sono descritte in modo approfondito le caratteristiche di questa manovra, le cause della sua implementazione, i canali attraverso i quali agisce sull'economia e i risultati attesi e collaterali a seguito della sua introduzione.

Nel secondo capitolo la descrizione teorica del QE e delle sue conseguenze riscontra un'evidenza pratica mediante la presentazione dei diversi casi di applicazione di questa manovra da parte delle principali banche centrali. Si parte dalla prima comparsa del quantitative easing nella scena degli strumenti "non convenzionali", quando la Bank of Japan (BoJ), a fronte di una persistente situazione di deflazione portata avanti dal 1990 combinata con la crisi immobiliare del 2001, ha dato il via ad una manovra "ultra espansiva", acquistando ingenti quantità di titoli per incrementare i livelli di liquidità. Da qui inizia la storia del quantitative easing, che prosegue con la sua implementazione da parte della Federal Reserve in risposta alla crisi finanziaria globale del 2007, e della Bank of England (BoE) nel 2009, presentate rispettivamente nella seconda e terza sezione del capitolo. La descrizione dei suddetti casi evidenzia gli effetti dell'allentamento quantitativo, in particolare sul settore bancario e, conseguentemente, sull'economia reale, rivelandone successi e fallimenti.

All'indirizzo della BCE in termini di politica monetaria, convenzionale e non convenzionale, è dedicato l'ultimo capitolo dell'elaborato. A seguito di un breve excursus sugli eventi che hanno portato alla creazione di un'istituzione sovranazionale per la conduzione della politica monetaria unica nell'area dell'euro, l'attenzione è posta sull'obiettivo statutario della Banca centrale europea e sui mezzi a cui può ricorrere per perseguirlo. All'analisi teorica segue la descrizione pratica della politica monetaria condotta dalla BCE dal momento della sua istituzione fino ai giorni nostri, passando per la crisi del 2007, che ha mostrato, per la prima volta, i limiti degli strumenti tradizionali, fino al quantitative easing, introdotto

nel 2015 come strumento di ultima istanza per risollevare le sorti dell'economia dell'Eurozona, di fronte al fallimento o alla poca efficacia di altre operazioni straordinarie adottate dalla Banca centrale negli anni precedenti.

Vista la situazione senza precedenti che stiamo affrontando a causa della pandemia da Covid-19 e le conseguenze di grave portata, ancora in espansione, sull'economia globale, una sezione apposita della tesi è stata dedicata alle misure inedite, prima fra tutte un quantitative easing illimitato, messe in campo dalla BCE, Fed, BoE e BoJ, per stimolare il sistema economico e finanziario, duramente messi alla prova, ed arginare le conseguenze di una crisi le cui dimensioni restano ancora indefinite. Tra queste compare l'Helicopter Money, strategia di politica monetaria di ultima istanza per stimolare l'economia, a cui si è pensato di fare ricorso in un contesto nel quale anche le manovre straordinarie implementate finora risultano inefficaci.

# Capitolo 1: gli obiettivi della politica monetaria e gli strumenti per raggiungerli

Al fine di influenzare i risultati macroeconomici, i governi adottano tipicamente due diverse linee d'azione: la politica fiscale e la politica monetaria. Entrambe rappresentano politiche economiche, ossia interventi pubblici dello Stato sull'economia del paese, pertanto, generalmente, perseguono gli stessi obiettivi quando decise dalla medesima autorità pubblica. Politica fiscale e politica monetaria utilizzano, quindi, strumenti diversi per raggiungere lo stesso scopo.

## 1.1 Strumenti di politica economica: politica fiscale e politica monetaria

Per politica fiscale si intende l'insieme degli interventi di politica economica che consentono al governo (policy maker) di influenzare la domanda aggregata attraverso la variazione della spesa pubblica, dell'imposizione fiscale e dei trasferimenti. Per stimolare l'economia il governo attua una politica fiscale espansiva: aumenta la spesa pubblica, riduce il prelievo fiscale e/o aumenta i trasferimenti. Il risultato di tali azioni si riflette in un aumento del reddito di equilibrio e della domanda aggregata. Viceversa, la politica fiscale restrittiva è realizzata attraverso tagli alla spesa pubblica, un incremento della pressione fiscale e/o una riduzione dei trasferimenti. L'effetto di tale politica consiste in una riduzione della domanda aggregata e del reddito di equilibrio. Gli obiettivi perseguiti generalmente attraverso la politica fiscale sono il controllo dell'inflazione (livello dei prezzi) nel caso di un'eccessiva o ridotta domanda interna, la riduzione del debito pubblico e, di conseguenza, del deficit di bilancio.

La politica monetaria agisce sulla massa monetaria e sul tasso di interesse. Attraverso un aumento o una diminuzione dell'offerta di moneta, la banca centrale (policy maker) influenza direttamente il mercato della moneta ed indirettamente il mercato reale dei beni e dei servizi, attraverso quello che viene definito *meccanismo di trasmissione della politica monetaria*. Al pari della politica fiscale, la politica monetaria può essere espansiva (il policy maker aumenta la quantità di moneta a disposizione del pubblico nel sistema economico) o restrittiva (il policy maker riduce la quantità di moneta nel sistema economico). Il funzionamento della politica monetaria si fonda sulla capacità della banca centrale di regolare la quantità di base monetaria in circolazione. Generalmente, la politica monetaria persegue gli stessi obiettivi della politica fiscale, in quanto entrambe sono parte della politica economica del policy maker. Tuttavia, quando sono decise da autorità pubbliche distinte, la politica monetaria e la politica fiscale potrebbero perseguire obiettivi diversi e a volte anche conflittuali. Ad esempio, nella zona Euro la politica monetaria

è gestita dalla Banca centrale europea (Bce), autorità sovranazionale e indipendente dai singoli governi nazionali, mentre la politica fiscale è diretta dai singoli paesi membri.

Le decisioni in merito agli interventi di politica monetaria e la loro attuazione concreta sono naturalmente in stretta relazione con le finalità che le autorità monetarie di un paese vogliono perseguire: incentivando gli individui e le imprese a prendere in prestito e a spendere, la politica monetaria espansiva mira a stimolare l'attività economica; limitando la spesa e incentivando il risparmio, la politica monetaria restrittiva, al contrario, può fungere da freno all'inflazione e ad altre questioni legate al surriscaldamento dell'economia.

## 1.2. Obiettivi finali e intermedi della politica monetaria

Secondo l'interpretazione tradizionali, distinguiamo tra obiettivi finali e obiettivi intermedi della politica monetaria.

Gli obiettivi finali riguardano l'andamento di alcune variabili macroeconomiche fondamentali, da cui si assume dipendere il benessere di una collettività, quali inflazione, reddito, occupazione, pareggio dei conti con l'estero. Tali variabili sono direttamente legate al benessere sociale, ma non sono direttamente controllabili.

Per colmare questo divario vengono introdotti obiettivi intermedi (target), caratterizzati da una relazione stabile con gli obiettivi finali. Gli obiettivi intermedi sono variabili relative al mercato monetario, come tassi di interesse (a breve o lungo termine), aggregati monetari o creditizi o tassi di cambio, gestibili in modo più agevole dalle autorità di politica monetaria con gli strumenti di cui dispongono, e attraverso il cui controllo, indirettamente, si agisce sugli obiettivi finali.

Talvolta sono introdotti anche obiettivi "operativi", riferendosi a variabili relative al mercato interbancario, cioè variabili sotto il controllo "giornaliero" delle banche centrali. Anche tali obiettivi possono essere espressi in termini di tasso di interesse (generalmente a breve termine, spesso overnight) o di aggregati quantitativi (stock di riserve bancarie). Il complesso di obiettivi finali, intermedi ed operativi, e delle procedure e strumenti adottati dalle autorità di politica monetaria per perseguirli costituisce il "regime" monetario di un paese.

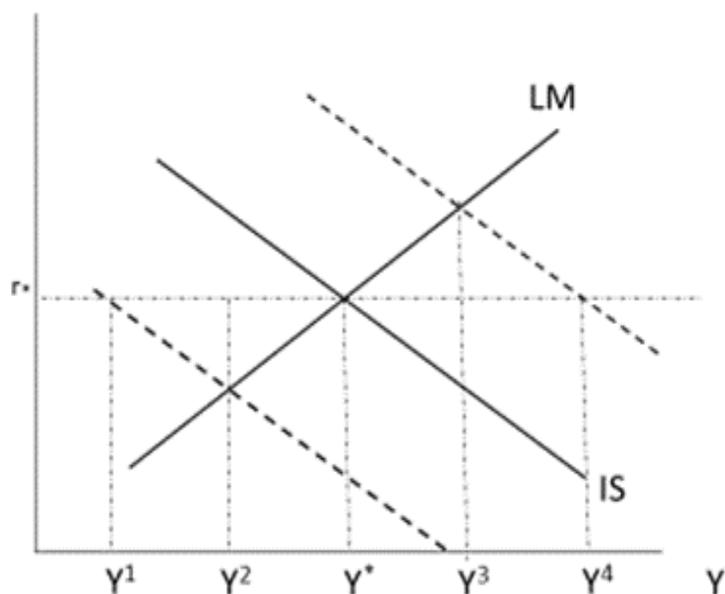
In generale, la politica monetaria persegue un duplice obiettivo: da un lato mantenere la stabilità dei prezzi, che si traduce in un'inflazione bassa e stabile; dall'altro stabilizzare la produzione intorno al suo livello potenziale, al fine di evitare, o almeno limitare, recessioni e boom economici.

La scelta della stabilità dei prezzi come obiettivo prioritario della politica monetaria si basa sulla condivisa accettazione della moneta come "bene pubblico", cui segue la necessità di stabilizzare il suo potere di acquisto. L'elemento centrale di una politica monetaria efficace in questo senso è l'uso di un'ancora nominale, ovvero una variabile nominale come il tasso di inflazione o l'offerta di moneta, attraverso cui vincolare il livello dei prezzi.

### 1.2.1 Modello di Poole

La scelta dell'obiettivo e degli strumenti più opportuni di politica monetaria dipende dalla possibilità del verificarsi di shock stocastici sui mercati reali e/o monetari. Il primo contributo in questa direzione si deve a W. Poole (1970), che analizzò in un modello IS-LM<sup>1</sup> standard, la scelta dell'obiettivo intermedio di politica monetaria nel caso di un'economia soggetta a disturbi stocastici ed il cui obiettivo finale è la stabilizzazione delle fluttuazioni cicliche del reddito. L'analisi di Poole dimostra che, in presenza di shocks esclusivamente di tipo finanziario (che spostano la LM) è conveniente stabilizzare il tasso di interesse (interest rate targeting); viceversa, nel caso di shocks esclusivamente di tipo reale (spostamenti imprevisti della curva IS), risulta più opportuno adottare un target monetario. Ovviamente nella realtà si verificano contemporaneamente disturbi di natura reale e finanziaria. In tal caso, secondo Poole, la scelta dovrebbe essere condotta in base all'intensità e alla variabilità relativa degli shocks: nel caso di disturbi di tipo reale più "intensi" si dovrebbe adottare un target monetario, nel caso di maggiore incertezza finanziaria, sarebbe più conveniente stabilizzare il tasso di interesse.

#### INSTABILITA' DEI MERCATI REALI

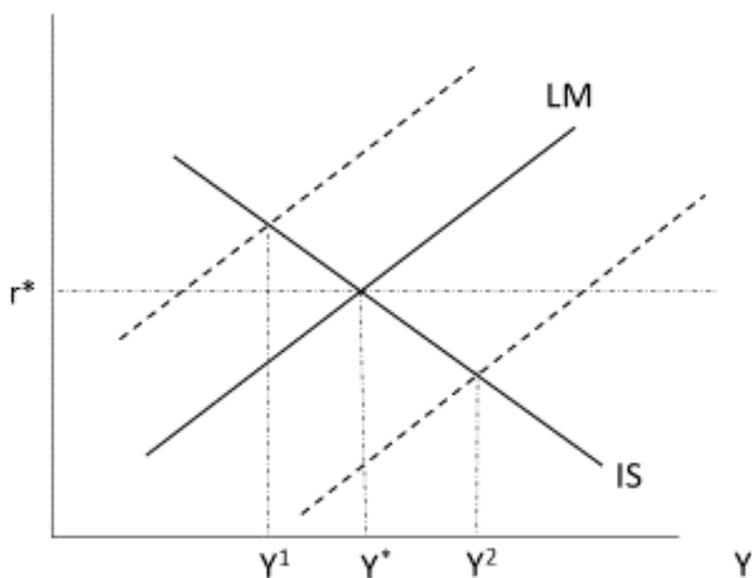


Nella figura seguente è rappresentato il caso in cui la presenza di disturbi stocastici colpisce solo i mercati reali, con la conseguenza che la posizione della IS nel piano non è fissa, ma "oscilla" tra due bande, a seconda dell'intensità del disturbo; è evidente che la stabilizzazione della quantità di moneta (quindi mantenere LM fissa) consente di limitare le oscillazioni nell'intervallo  $Y^2$ - $Y^4$ . Quindi l'obiettivo intermedio da preferire risulta la quantità di moneta.

Fonte: elaborazione dell'autore

<sup>1</sup> La curva IS (investment-saving) rappresenta l'insieme dei punti nei quali il mercato dei beni è in equilibrio, cioè l'offerta di bene è uguale alla domanda di beni, la curva LM (liquidity-money) rappresenta l'insieme dei punti in cui il mercato finanziario è in equilibrio, ossia i punti in cui la domanda di moneta è uguale all'offerta di moneta (library.weschool.com)

## INSTABILITA' DEI MERCATI FINANZIARI



Tale figura mostra lo scenario in cui gli shocks colpiscono solo i mercati finanziari. In tal caso la stabilizzazione del tasso di interesse consente di raggiungere esattamente l'obiettivo  $Y^*$ , mentre fissando la quantità di moneta il reddito oscillerebbe tra  $Y^1$  e  $Y^2$ , a causa dei disturbi relativi alla quantità di moneta. È evidente quindi che sia preferibile un target sul tasso di interesse.

Fonte: elaborazione dell'autore

### 1.2.2 Money targeting

Fino agli anni Ottanta, la strategia adottata dalle banche centrali per raggiungere la stabilità dei prezzi era stata quella di scegliere un tasso di crescita obiettivo dell'aggregato monetario, intervenendo qualora esso divergesse da quello di riferimento. In altre parole, la banca centrale aveva come variabile obiettivo la quantità di moneta. La logica sottostante era semplice: si riteneva che ci fosse un forte legame tra la crescita della quantità di moneta disponibile nel sistema economico e l'inflazione; un basso tasso di crescita della moneta implicava un basso tasso medio di inflazione. Veniva quindi stabilito un obiettivo intermedio (target monetario) compatibile con il conseguimento dell'obiettivo finale (inflazione stabile).

Molte banche centrali dei paesi dell'OCSE<sup>2</sup> adottavano strategie di monetary targeting: veniva fissata la quantità di offerta di moneta, mentre il "prezzo" della stessa (cioè il tasso di interesse) veniva fissato dal mercato). Infatti, in qualunque mercato, dato un certo livello della domanda, il produttore può agire in due modi: o stabilisce il prezzo (e in tal caso produrrà la quantità necessaria a raggiungere quel prezzo), oppure decide la quantità (e "subisce" il prezzo che tale quantità offerta, in base alla domanda, genererà

<sup>2</sup> Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, firmata il 14 dicembre 1960 ed entrata in vigore il 30 settembre 1961

sul mercato). Il mercato della moneta si comporta allo stesso modo: in modo semplificato, la Banca Centrale, ovvero il “produttore” della moneta, può stabilire la quantità di liquidità da offrire al mercato (e quindi “subire” il tasso di interesse che si genererà sul mercato in base alla domanda), oppure scegliere un tasso di interesse, ossia il “prezzo” della moneta, ed adeguare l’offerta di moneta. Attraverso il monetary-targeting la banca centrale stabilisce la quantità di moneta che decide di offrire al mercato, mentre lascia che il tasso di interesse si determini in funzione della domanda di moneta.

Tale strategia non ha ottenuto i risultati sperati ed è stata progressivamente abbandonata, principalmente a causa dell’indebolimento della relazione esistente tra quantità di moneta ed obiettivi finali di policy indotto dall’innovazione tecnologica e finanziaria e dalla liberalizzazione dei mercati, che hanno reso più instabile la domanda di moneta.

In primo luogo, confrontando le medie decennali del tasso di inflazione e le medie decennali del tasso di crescita della moneta dal 1970 fino alla crisi negli Stati Uniti, è emerso che non c’è una stretta relazione tra crescita della moneta nominale e inflazione nel medio periodo (nel breve periodo variazioni della crescita della moneta nominale influenzano principalmente la produzione piuttosto che l’inflazione, a causa della rigidità dei prezzi; è quindi solo nel medio periodo che una relazione tra la crescita della moneta nominale e l’inflazione dovrebbe emergere).

In secondo luogo, la relazione tra offerta di moneta e tasso di interesse (“prezzo” della moneta) nel breve periodo si è rivelata non essere così forte come si pensava, rendendo la crescita della moneta uno strumento inaffidabile per influenzare la domanda e la produzione. Entrambi questi problemi sono riconducibili ad un’unica origine: spostamenti della domanda di moneta. Supponiamo che, a seguito dell’introduzione delle carte di credito, gli individui decidano di detenere la metà dell’ammontare di moneta che detenevano in precedenza (la domanda reale di moneta diminuisce della metà); secondo la condizione di equilibrio per cui la domanda reale di moneta deve eguagliare l’offerta reale di moneta, nel medio periodo i saldi monetari reali devono anch’essi diminuire della metà. Per un dato stock nominale di moneta, il livello dei prezzi deve pertanto raddoppiare. Quindi, anche se la moneta nominale rimanesse costante, ci sarebbe comunque un periodo di inflazione dal momento che il livello dei prezzi deve raddoppiare; ecco che viene meno la stretta correlazione tra crescita della moneta nominale e inflazione.

Negli anni 70-80 questi ampi e continui spostamenti della domanda di moneta hanno creato problemi seri alle banche centrali, determinando forte instabilità del sistema economico: le banche si ritrovavano

costantemente combattute tra il tentativo di mantenere un obiettivo stabile di crescita della moneta nominale e la necessità di adeguarsi agli spostamenti della domanda di moneta per stabilizzare la produzione nel breve periodo e l'inflazione nel medio.

### **1.2.3 Inflation targeting**

A partire dai primi anni 90 è avvenuto un ripensamento radicale della politica monetaria, caratterizzato dall'abbandono di variabili intermedie e dal ricorso ad un obiettivo finale esplicito in termini di inflazione come guida operativa della politica monetaria. Se uno degli obiettivi principali della BC è quello di conseguire un'inflazione bassa e stabile, perché non avere direttamente come obiettivo l'inflazione stessa invece che la crescita della moneta? Questo è il ragionamento che ha portato all'elaborazione dello schema di condotta della politica monetaria conosciuto come *inflation targeting*. Secondo tale strategia le banche centrali definiscono un obiettivo in termini di tasso di inflazione ed utilizzano il tasso di interesse come strumento per raggiungerlo, nella convinzione che una crescita economica di lungo termine possa essere raggiunta mantenendo il prezzo stabile, e la stabilità dei prezzi è raggiunta controllando l'inflazione. L'adozione di un obiettivo inflazionistico di per sé non esclude che si annuncino e perseguano anche obiettivi intermedi in termini monetari o di cambio. Tuttavia, il peso assegnato ai due obiettivi è diverso: la banca centrale non esita ad accettare scostamenti anche rilevanti dai valori target intermedi quando questi sono giustificati dal perseguimento dell'obiettivo finale di stabilità dei prezzi.

L'inflazione non è sotto il controllo diretto della banca centrale, ma il tasso di policy si (tasso di interesse nominale fissato dalla BC). Quindi, la questione diventa come scegliere il tasso di policy affinché venga raggiunto il target inflazionistico prestabilito; la risposta è semplice: quando l'inflazione è superiore al tasso obiettivo è necessario aumentare il tasso di policy per ridurre la pressione sui prezzi; al contrario, quando è inferiore al tasso obiettivo, è necessario ridurre il tasso di policy.

Basandosi su queste considerazioni, John B. Taylor nel corso degli anni 90 presentò quella che oggi è nota come regola di Taylor. Tale regola esplicita il modo in cui le banche centrali, tenendo conto degli obiettivi inflazionistici e di crescita economica da perseguire, dovrebbero fissare il tasso di interesse a breve termine.

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(u_t - u_n)$$

$i_t$ : tasso di policy

$i^*$ : tasso di interesse nominale obiettivo (tasso di interesse nominale associato al tasso di interesse naturale  $r_n$  e il tasso di inflazione obiettivo  $\pi^*$ , tale che  $i^* = r_n + \pi^*$ )

$u_t$ : tasso di disoccupazione

$u_n$ : tasso di disoccupazione naturale

$a$  e  $b$ : coefficienti positivi scelti dalla banca centrale

Se l'inflazione è uguale all'inflazione obiettivo e il tasso di disoccupazione è uguale al tasso naturale di disoccupazione, allora la banca centrale dovrebbe fissare il tasso di interesse nominale pari al suo valore obiettivo affinché l'economia rimanga sullo stesso sentiero.

Quando l'inflazione è maggiore dell'inflazione obiettivo, la banca centrale agisce aumentando il tasso di policy al di sopra di quello obiettivo; questo determinerà un aumento della disoccupazione a cui seguirà una riduzione dell'inflazione. Il coefficiente  $a$  riflette l'importanza che la banca centrale dà alla disoccupazione rispetto all'inflazione: quanto più è alto  $a$ , tanto più la banca centrale aumenterà il tasso di interesse in seguito all'inflazione, tanto più la disoccupazione aumenterà e tanto più velocemente l'inflazione tornerà al tasso obiettivo. Secondo Taylor tale coefficiente dovrebbe essere maggiore di 1 poiché ciò che conta per la spesa non è il tasso di interesse nominale, ma quello reale (tasso di interesse nominale al netto del tasso di inflazione); pertanto, quando l'inflazione aumenta, per ridurre la spesa e la produzione la banca centrale deve aumentare il tasso di interesse reale, cioè deve aumentare il tasso di interesse nominale più che proporzionalmente rispetto all'inflazione.

Nel caso di un tasso di disoccupazione superiore al suo tasso naturale, la banca centrale, secondo la regola, reagisce riducendo il tasso di interesse nominale, determinando in questo modo un aumento della produzione e una riduzione della disoccupazione. Allo stesso modo del coefficiente  $a$ , il coefficiente  $b$  riflette in che modo la banca centrale reagisce alla disoccupazione rispetto all'inflazione: quanto maggiore è  $b$ , tanto più la banca centrale sarà propensa a deviare dall'inflazione obiettivo per mantenere la disoccupazione vicina al suo tasso naturale.

Tuttavia, il modello di Tyler rappresenta una semplificazione della realtà poiché variazioni del tasso di policy possono verificarsi per motivi al di fuori di quelli considerati dalla regola, secondo la quale il tasso di policy dovrebbe reagire solo all'inflazione e alla disoccupazione.

## **1.3 Strumenti di politica monetaria convenzionali**

Quando si analizza la politica monetaria è importante distinguere tra strumenti, target e obiettivi. Strumenti e target sono mezzi che servono per perseguire uno scopo e non rappresentano di per sé delle finalità. La differenza tra questi risiede nel fatto che i primi si trovano sotto il controllo diretto della banca centrale, mentre i secondi costituiscono generalmente tappe intermedie per il raggiungimento di un dato obiettivo.

Colonna portante di qualsiasi economia moderna è la Banca Centrale, istituto pubblico addetto all'emissione e al credito, che ha l'esclusività sulla capacità di stampare moneta e immetterla sul mercato (potere di "signoraggio"). Il funzionamento della politica monetaria si fonda sulla capacità di tale istituto di stabilire la quantità di base monetaria in circolazione. Il monopolio nell'offerta della base monetaria (della moneta legale principalmente) consente alla banca centrale di controllare le condizioni del mercato monetario; in questo modo si crea la possibilità di influenzare il livello e l'andamento dei tassi di interesse a breve termine. Infatti, la funzione per la quale è nata la Banca Centrale è proprio quella di gestire la politica monetaria di un paese, col fine ultimo di contrastare derivanti da shock inaspettati, crisi profonde, lunghi periodi di recessione o, viceversa, un'eventuale iperinflazione.

In condizioni normali, scopo principale delle banche centrali è il raggiungimento di un tasso di inflazione basso e stabile, noto come inflazione obiettivo, al fine di mantenere anche il tasso di produzione e di disoccupazione vicino al loro livello naturale, per garantire un adeguato tasso di crescita economica. Gli strumenti di cui le banche dispongono per influenzare la quantità di moneta in circolazione, indicati come strumenti convenzionali di politica monetaria, si distinguono in tre categorie: operazioni di mercato aperto, operazioni su iniziativa delle controparti (standing facilities-di rifinanziamento marginale e di deposito presso la banca centrale), riserva obbligatoria.

### **1.3.1 Operazioni di mercato aperto (OMO)**

Le operazioni di mercato aperto o open market operations vengono effettuate dalle banche centrali nel mercato interbancario per regolare la quantità di moneta in circolazione. In particolare, si tratta di operazioni di acquisto o di vendita attraverso le quali la banca centrale amplia o riduce la base monetaria. Per base monetaria si intende la somma dello stock di valuta in circolazione, delle riserve e dei depositi detenuti presso un sistema finanziario; costituisce una passività nel bilancio della banca centrale. Attraverso le operazioni di mercato aperto la banca centrale acquista e vende titoli di stato, iniettando e ritirando moneta dal sistema. I titoli oggetto di tali operazioni sono collocati sul mercato attraverso

un'asta riservata a grandi investitori istituzionali i quali, in un secondo momento, rivendono tali titoli ai propri clienti o altri agenti economici. Esistono diversi tipi di aste: operazioni di rifinanziamento principali (aste settimanali), operazioni a più lungo termine (aste a tre mesi) e operazioni a lunghissimo termine (fino a tre anni).

Le operazioni di mercato aperto possono essere condotte anche attraverso altri strumenti, diversi dall'acquisto o vendita di titoli di stato:

- operazioni temporanee (da attuarsi sulla base di contratti di vendita/acquisto a pronti con patto di riacquisto/vendita a termine o di prestiti garantiti);
- swap in valuta a fini di politica monetaria;
- raccolta di depositi a tempo determinato (operazione di solo assorbimento di liquidità);
- emissione di certificati di debito;
- operazioni definitive.

Le operazioni di mercato aperto rappresentano il principale strumento di politica monetaria convenzionale attraverso il quale le banche centrali assolvono al loro compito istituzionale di determinare le condizioni di liquidità sul mercato finanziario,

### **1.3.2 Operazioni su iniziativa delle controparti**

Le operazioni su iniziativa delle controparti consentono alle banche commerciali di ottenere prestiti (operazioni di rifinanziamento marginale) o costituire depositi (operazioni di deposito) overnight, cioè a brevissimo termine, dalla banca centrale.

Il tasso di rifinanziamento marginale è il tasso al quale le banche commerciali possono ottenere finanziamenti a brevissimo termine dalla banca centrale al di fuori delle operazioni di mercato aperto; il tasso di deposito è il tasso di interesse sul denaro depositato dalle banche commerciali presso la banca centrale. Poiché le operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito sono sempre accessibili alle controparti, i rispettivi tassi delimitano, per arbitraggio di mercato, il “corridoio” all'interno del quale oscilla il tasso di interesse del mercato *overnight*; in particolare il tasso sui depositi rappresenta il livello minimo e il tasso di rifinanziamento marginale il livello massimo, entro i quali oscillano i tassi overnight sul mercato.

### **1.3.3 Riserva obbligatoria**

Tutte le banche commerciali sono tenute a mettere da parte fondi presso la banca centrale. Nell'ambito della sua politica monetaria convenzionale, la banca centrale può pertanto decidere di aumentare o ridurre l'ammontare del suo obbligo di riserva per influenzare il livello di offerta di moneta: un aumento (riduzione) delle riserve obbligatorie accresce (diminuisce) il fabbisogno di liquidità delle banche. Tali riserve possono assumere la forma di contante, titoli di debito o strumenti monetari.

Insieme alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, la riserva obbligatoria si utilizza principalmente per contenere la volatilità dei tassi a breve termine sul mercato monetario.

## **1.4 Quando e perché si ricorre alle politiche non convenzionali: trappola della liquidità**

La banca centrale dispone quindi di una serie di strumenti convenzionali per orientare la sua politica monetaria al raggiungimento degli obiettivi prefissati, sfruttando le dinamiche macroeconomiche. Nell'ipotesi di un'economia in crisi, la banca centrale attua una politica monetaria espansiva: aumenta l'offerta di moneta acquistando obbligazioni statali dal mercato o allentando i limiti delle riserve bancarie obbligatorie, spingendo al ribasso il livello dei tassi di interesse in modo da stimolare la crescita economica. In questo contesto, infatti, le banche commerciali possono prendere in prestito denaro dalla banca centrale ad un costo inferiore ed hanno meno denaro vincolato; possono quindi "prestare di più" agli agenti economici (famiglie e imprese) incentivando consumi ed investimenti e rendendo meno conveniente il risparmio. Di conseguenza la domanda aggregata aumenterà, favorendo l'incremento della produzione e dell'occupazione e, potenzialmente, dell'inflazione.

Al contrario, nell'ipotesi di un'economia in crescita eccessiva, la banca centrale mette in atto politiche monetarie restrittive perseguite sia attraverso la vendita di titoli sul mercato, sia tramite l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria per le banche commerciali: entrambe le operazioni hanno l'effetto di ridurre l'offerta di moneta, la prima ritirando circolante dal mercato, la seconda riducendo la capacità delle banche di finanziare gli agenti economici. Tali variazioni determinano un aumento del tasso di interesse nominale che spinge gli agenti economici a ridurre la domanda di prestiti, con conseguente riduzione di consumi ed investimenti; la domanda aggregata diminuirà, provocando la riduzione della produzione, dell'occupazione e, potenzialmente, dell'inflazione.

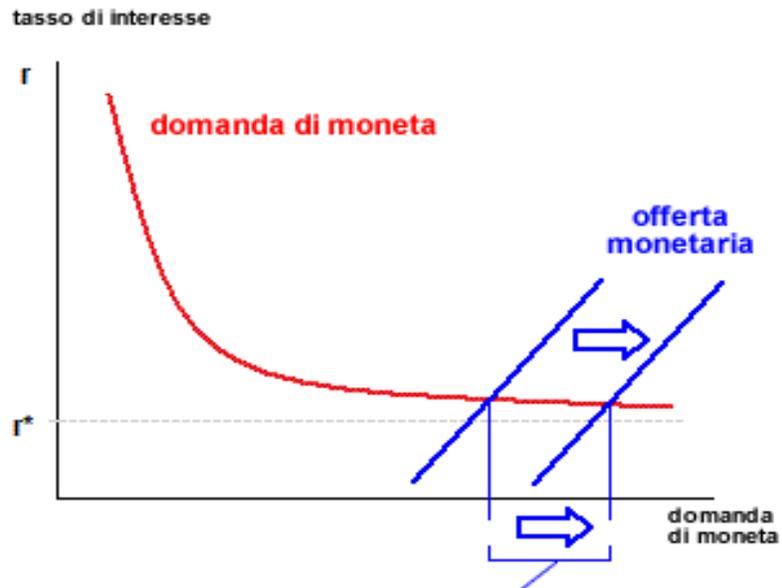
La principale conclusione che abbiamo tratto dalle precedenti considerazioni è che la banca centrale, scegliendo opportunamente l'offerta di moneta, è sempre in grado di stabilire il tasso di interesse desiderato (quando vuole aumentare il tasso di interesse, riduce la moneta in circolazione; quando vuole ridurre il tasso di interesse aumenta tale ammontare) al fine di perseguire il suo obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine. In altre parole, attraverso le politiche monetarie convenzionali, la BC è in grado di fornire sufficiente stimolo monetario all'economia nei periodi di recessione e, viceversa, contenere le pressioni inflazionistiche durante i periodi di ripresa, garantendo il buon funzionamento dei mercati monetari. Questa conclusione è valida, ma con un'importante eccezione: il tasso di interesse non può scendere sotto lo zero, un limite conosciuto con il nome di "zero lower bound". Quando, in periodi di crisi economiche particolarmente profonde e di lunga durata, il tasso di

interesse è sceso a zero, la politica monetaria non è più in grado di ridurlo ulteriormente. Gli strumenti convenzionali si rivelano inefficaci al conseguimento degli obiettivi di politica monetaria e l'economia viene considerata in una trappola della liquidità. In tale contesto, infatti, dopo aver soddisfatto la domanda di moneta per scopi transattivi, gli individui sono indifferenti tra detenere moneta e titoli (perché entrambi hanno un rendimento pari a zero). La domanda di moneta diventa orizzontale. Un ragionamento simile si applica anche alle banche commerciali: se il tasso di interesse è zero esse sono indifferenti tra detenere riserve e comprare titoli, poiché entrambi non pagano interessi. Così, quando il tasso di interesse scende allo zero e la banca centrale aumenta l'offerta di moneta, è probabile che le banche scelgano di non prestare più liquidità sul mercato interbancario e preferiscano aumentare i depositi di conto corrente e le riserve, mentre il tasso di interesse resta fermo allo zero.

Inoltre, viene meno la fiducia degli agenti economici: con tassi di interesse ridotti quasi a zero, nessun individuo si aspetta un ulteriore ribasso; al contrario le aspettative sono rivolte ad un rialzo dei tassi in futuro, per cui qualsiasi aumento della liquidità concessa dalle banche, piuttosto che essere consumato o investito, viene tesaurizzato. Ciò significa che la banca centrale non ha più possibilità di ricorrere al suo strumento principe, il tasso d'interesse a breve, per stimolare ulteriormente l'economia in quanto un aumento dell'offerta di moneta non ha alcun effetto sul tasso di interesse.

In tali condizioni il canale di trasmissione della politica monetaria subisce gravi danni e le misure convenzionali risultano in gran parte inefficaci.

## TRAPPOLA DELLA LIQUIDITA'



L'aumento dell'offerta monetaria della BC viene interamente assorbito sotto forma di risparmio (liquidità) e non viene invece destinato alla produzione o ai consumi.

Fonte: okpedia "trappola della liquidità"

## 1.5 Strumenti di politica monetaria non convenzionali

Quando la banca centrale non è più in grado di stimolare il livello di inflazione attraverso gli strumenti convenzionali, per incentivare la domanda aggregata e mantenere le aspettative di inflazionistiche in linea con l'obiettivo di politica monetaria, ricorre a misure più incisive non legate ai tassi di interesse.

Ad oggi una definizione universale di politica monetaria non convenzionale non è ancora stata fornita, anche perché il limite che separa tali strumenti con le manovre convenzionali è molto sottile. Per queste ragioni, intendiamo come strumento non convenzionale quell'intervento di politica monetaria implementato in contesti eccezionali di crisi economico-finanziarie, finalizzato al normale funzionamento dei mercati finanziari e del credito.

In generale, le politiche monetarie non convenzionali agiscono sull'economia reale e sulle condizioni finanziarie attraverso due principali canali di trasmissione: il "signalling channel" e il "portfolio-balance channel". Attraverso il primo canale, così come indica il nome stesso, le banche centrali "segnalano" agli agenti economici le loro intenzioni future e il conseguente andamento dei tassi di interesse previsto; in questo modo viene alimentata la fiducia del pubblico e influenzate le aspettative sulle condizioni del mercato. Ad esempio, la decisione del policy maker di acquistare numerosi titoli pubblici viene considerata come una manovra espansiva, per cui gli agenti economici si aspetteranno un tasso di interesse ufficiale basso nel tempo che determinerà una riduzione del rendimento dei titoli di Stato.

L'efficacia di tale canale, comunque, dipende da un elemento cruciale: la credibilità della banca centrale

Il "portfolio balance-channel", invece, opera nel momento in cui banca centrale decide di immettere liquidità nel sistema, di acquistare titoli su larga scala o di scambiare attività. Il funzionamento di questo canale si basa sul principio secondo il quale, modificando la quantità e la tipologia di assets contenuti in un determinato portafoglio, la banca centrale può modificare il prezzo e il rendimento di tali titoli, in particolare aumentando il primo e riducendo il secondo; in questo modo agisce anche sui tassi di interesse degli altri titoli e sulla liquidità disponibile, al fine di migliorare le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie.

Come anticipato, si ricorre alle politiche non convenzionali nel momento in cui il tasso di interesse nominale è ridotto al minimo (prossimo allo zero) e non è quindi sufficiente modificare la quantità di moneta in circolazione per influenzarlo in modo diretto. Venendo meno la reattività del tasso di interesse

ufficiale agli stimoli della banca centrale, le politiche monetarie non convenzionali agiscono attraverso una strada alternativa, sfruttando i diversi tipi di tassi di interesse all'interno dell'economia.

I tassi di interesse relativi ad azioni ed obbligazioni sono generalmente superiori rispetto ai tassi di interesse controllati dalla banca centrale (relativi cioè ai titoli di Stato), perché, intuitivamente, se questi ultimi fossero pari o superiori ai primi, nessuno preferirebbe investire in azioni o obbligazioni, piuttosto che in titoli di Stato, per loro natura meno rischiosi. Di norma, il mercato dei titoli pubblici e quello dei titoli privati seguono strade indipendenti, ma in situazioni particolarmente difficili tali strade possono incrociarsi: intervenendo sul mercato secondario, tramite l'acquisto di titoli di diversa natura, sia pubblici che privati, le banche centrali alternano la natura del proprio portafoglio e degli agenti economici.; la liquidità sul mercato aumenta, favorendo la propensione delle banche commerciali a concedere prestiti a famiglie e imprese; al contempo, la maggiore domanda dei titoli oggetto dell'acquisto ne aumenta il prezzo rendendo gli agenti che li possiedono più ricchi in termini reali. Tale meccanismo, attraverso la riduzione indiretta dei tassi di interesse e l'aumento della liquidità disponibile, stimola i consumi e gli investimenti per famiglie e imprese, favorendo la domanda e innescando la ripresa economica.

Gli strumenti di politica monetaria non convenzionali possono assumere diverse forme: forward guidance, operazioni di rifinanziamento a lungo termine (ltro), credit easing (CE), tassi di interesse negativi, quantitative easing (QE).

### **1.5.1 Forward guidance**

La forward guidance fa leva sulle aspettative future degli agenti economici; con il termine forward guidance si intende la strategia comunicativa con cui la banca centrale fornisce agli operatori indicazioni più o meno esplicite riguardo le azioni future in materia di tassi di interesse, col fine ultimo di influenzare le aspettative dei mercati sul futuro andamento delle variabili macroeconomiche. Le banche centrali provvedono a fissare i tassi di interesse ad intervalli regolari e prestabiliti: la BCE e la FED, ad esempio, prevedono regolarmente otto riunioni all'anno per il settaggio dei tassi e la comunicazione al pubblico della politica monetaria. Ciò significa che le decisioni di politica monetaria relative ad una riunione restano valide fino alla riunione successiva, cioè per un lasso temporale relativamente breve. Ne consegue una relativa incertezza sulla conduzione futura della politica monetaria. Scopo della forward guidance è invece quello di fornire un'indicazione più o meno esplicita a più lungo termine; ad esempio, per rendere più efficace un'azione di politica monetaria espansiva, le banche centrali possono informare il pubblico sull'intenzione di mantenere l'atteggiamento espansivo fino ad un certo periodo futuro, oltre

l'usuale successiva riunione di politica monetaria (si parla di forward guidance calendar-based), o fino a che non siano realizzate date condizioni o performance economiche (forward guidance state-contingent).

### **1.5.2 Operazioni di rifinanziamento a lungo termine**

Le *long term refinancing operations* (LTRO) permettono alla BC di operare su orizzonti temporali più ampi. Si realizzano allungando le scadenze delle operazioni di mercato aperto o aggiungendo alle tradizionali operazioni con cadenze settimanali e trimestrali anche operazioni a più lungo termine. Sebbene l'effetto immediato sia quello di espandere la liquidità disponibile, è indubbio che la conduzione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine possa rappresentare per la banca centrale uno strumento addizionale per l'indirizzo dei tassi di interesse, con la particolarità di poter influenzare in modo diretto non solo il tasso di interesse nominale a brevissimo termine (overnight) ma anche a più lungo termine.

### **1.5.3 Tassi di interesse negativi**

Adottare tassi di interesse negativi è una misura di emergenza più recente e meno comune, visti i suoi esiti alquanto ambigui. Mentre i tassi di interesse reali possono essere effettivamente negativi se l'inflazione supera il tasso di interesse nominale, quest'ultimo era stato teoricamente limitato allo zero. I tassi di interesse negativi sono spesso il risultato di uno sforzo disperato per stimolare la crescita economica durante periodi deflazionistici in cui famiglie e imprese detengono troppi risparmi invece di spendere. Ciò può comportare un forte calo della domanda e generare prezzi ancora più bassi. La banca centrale, facendo leva sul potere di stabilire la quantità di riserve monetarie obbligatorie che le banche commerciali devono detenere sul suo conto, impone a queste ultime un tasso di interesse negativo sulle riserve; in altre parole, le banche devono pagare per conservare i propri fondi presso la banca centrale, piuttosto che guadagnare interessi attivi. A catena, le banche stesse, per controbilanciare l'onere di questa "tassa", imporranno tassi di interesse negativi sui depositi dei propri clienti. In questo modo i depositanti sarebbero incentivati a spendere denaro piuttosto che conservarlo in banca e subire una perdita garantita.

### **1.5.4 Credit easing**

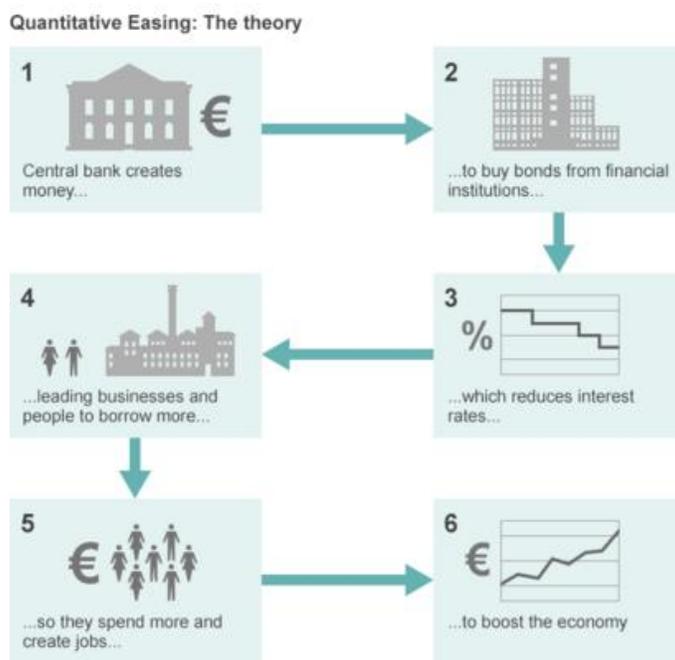
Il "credit easing" modifica la composizione del bilancio della banca centrale attraverso l'acquisto di attività più rischiose e meno liquide (come obbligazioni societarie). Tali asset sono appositamente selezionati al fine di eliminare o ridurre le frizioni nel relativo mercato, sia dal punto di vista della

liquidità che della percezione del rischio della controparte. Il CE non provoca effetti sulla dimensione del bilancio della banca centrale, in quanto l'operazione di acquisto degli asset specifici è completamente controbilanciata dalla vendita di un pari ammontare di attività già detenute dalla banca centrale.

Si distingue dal quantitative easing in quanto quest'ultimo consiste in un'espansione delle dimensioni del bilancio della BC (aumento delle passività), non varia la proporzione tra i vari tipi di titoli all'interno dello stesso, e riguarda soprattutto i titoli risk free.

## 1.6 Il quantitative easing

Il quantitative easing, o allentamento quantitativo, è una forma di politica monetaria non convenzionale in cui la banca centrale acquista una quantità predeterminata di attività finanziarie, al fine di aumentare la liquidità del mercato, facilitare le condizioni finanziarie ed incoraggiare l'espansione del credito bancario privato, stimolando, in ultima istanza, l'attività economica. Questo succede quando l'economia è in crisi e l'arma tradizionale della politica monetaria, la manovra sui tassi, è inefficace; per aiutare l'economia si ricorre allora ad una manovra non tradizionale che, piuttosto che agire sul costo del denaro, agisce sulla quantità di moneta. Una manovra di quantitative easing inizia, infatti, con l'emissione di nuova moneta da parte della banca centrale che viene immessa sul mercato tramite l'acquisto massiccio di titoli finanziari dalle banche. Affinché si parli di quantitative easing è necessario, infatti, che il processo includa la creazione di moneta. Inizialmente, i titoli acquistati attraverso un'operazione di quantitative easing sono titoli di stato a breve scadenza. Tuttavia, poiché tale metodo diventa inefficace quando i tassi di interesse a breve termine sono stati ridotti al minimo (prossimi o pari a zero), la banca centrale può fare ulteriore ricorso al QE per stimolare l'economia e acquistare attività finanziarie senza riferimento ai tassi di interesse, rivolgendosi a titoli più rischiosi e a più lunga scadenza (diversi dai titoli di stato a breve), abbassando ulteriormente i tassi di interesse rispetto alla curva dei rendimenti.



Fonte: BBC News "ECB chief Draghi: QE has made economies more resilient"

### 1.6.1 Canali di azione ed effetti attesi

Il quantitative easing agisce sull'economia attraverso diversi canali:

Canale di credito: fornendo liquidità al settore bancario, il quantitative easing rende più facile e meno costoso per le banche concedere prestiti a imprese e famiglie, stimolando così la crescita del credito. Inoltre, se la banca centrale acquista anche strumenti finanziari più rischiosi dei titoli di Stato (come le obbligazioni societarie), determina un aumento del prezzo ed una riduzione del rendimento di tali attività.

Riequilibrio del portafoglio: con l'adozione del QE, la banca centrale ritira dal mercato una larga parte dei titoli risk free, acquisendoli nel proprio bilancio, il che può portare gli investitori privati a rivolgersi ad altre attività finanziarie; a causa della relativa mancanza di titoli di Stato, cioè, gli investitori sono costretti a "riequilibrare i loro portafogli" inserendo altre attività. Inoltre, acquisendo anche titoli diversi dai titoli di Stato, la banca centrale può ridurre il rendimento di questi strumenti (poiché aumenta la loro domanda e i loro prezzi aumentano di conseguenza).

Tasso di cambio: poiché aumenta la massa monetaria e riduce il rendimento delle attività finanziarie, il quantitative easing tende a deprezzare la moneta di un paese rispetto ad altre valute, attraverso il meccanismo dei tassi di interesse: tassi di interesse più bassi inducono un deflusso di capitali verso l'estero, riducendo così la domanda estera di denaro di un paese, cui segue una svalutazione della valuta domestica. Ciò aumenta la domanda di esportazioni, in quanto aumenta la competitività dei beni domestici sui mercati internazionali, e va a diretto vantaggio della domanda interna, e, di conseguenza, della produzione.

Effetto fiscale: abbassando i rendimenti sui titoli sovrani, il QE rende più conveniente per i governi contrarre prestiti sui mercati finanziari, il che può consentire al governo di fornire stimoli fiscali all'economia.

Effetto segnalazione: alcuni economisti sostengono che l'impatto principale del quantitative easing è dovuto al suo effetto sulla psicologia dei mercati, segnalando che la banca centrale adotterà misure straordinarie per facilitare la ripresa economica, l'annuncio del QE rappresenta un'iniezione di fiducia per gli agenti economici che saranno maggiormente propensi a finanziarsi presso le banche, a consumare e investire. La maggior parte dell'effetto del QE, infatti, non avviene al momento dell'effettivo acquisto di asset da parte della banca centrale, ma quando le aspettative di tale acquisto sono già formate.

Il primo effetto del quantitative easing è, quindi, alzare il prezzo dei titoli acquistati, ridurre il rendimento, ed immettere liquidità sul mercato. Un aumento dell'offerta di moneta conduce ad una riduzione del costo del denaro, ciò significa che i tassi di interesse sono più bassi e che le banche possono prestare a condizioni più convenienti; inoltre comporta un minore valore reale dei debiti degli agenti economici verso le banche commerciali, ossia una maggiore ricchezza in termini reali, a cui segue una maggiore propensione alla spesa, con un conseguente incremento dei consumi e degli investimenti e, in ultima istanza, una crescita maggiore nel medio periodo.

Uno degli obiettivi principali per cui viene implementata tale misura non convenzionale è il sostenimento dell'inflazione. Il quantitative easing è di solito introdotto quando l'inflazione è estremamente bassa o negativa e le manovre standard di politica monetaria sono diventate inefficaci. Il QE può essere introdotto al fine di mantenere il livello dei prezzi al di sopra di un certo valore-obiettivo, quando la Banca Centrale ha obiettivi statutari di inflazione, oppure per evitare il pericolo della deflazione, nel caso in cui il livello dei prezzi costantemente molto basso. La deflazione consiste, appunto, nella generale riduzione del livello dei prezzi; se, apparentemente, può sembrare un fenomeno positivo in quanto accresce il potere d'acquisto della moneta nel breve periodo, nel medio e lungo periodo determina, al contrario, effetti recessivi. Una riduzione dei prezzi, infatti, si traduce in minori ricavi per le imprese, a cui queste ultime reagiscono tentando di ridurre i costi, attraverso, ad esempio minori acquisti di beni e servizi, riduzione del costo del lavoro o un limitato ricorso al credito. Questo meccanismo comporterà maggiore disoccupazione, consumi e investimenti minori, e darà il via ad una fase recessiva per l'economia.

Aumentando la quantità di liquidità presente nel sistema, uno degli effetti del QE è proprio quello di aumentare il livello dei prezzi, assicurando la permanenza dell'inflazione al di sopra di un certo valore soglia e contrastando in questo modo la deflazione.

Gli effetti del QE sui conti pubblici sono anch'essi favorevoli: l'aumento della crescita e del Pil riduce il rapporto Debito Pubblico/Pil, rendendo la situazione economica dello stato più stabile per gli investitori internazionali. Ciò determinerà una riduzione dei tassi di rendimento dei titoli di stato e di conseguenza del costo d'indebitamento per gli stati sovrani.

### **1.6.2 Rischi ed effetti collaterali**

Questa misura, che da una prima analisi può sembrare generare sempre effetti positivi a livello macroeconomico, in alcuni casi può arrivare ad avere un effetto "boomerang", ottenendo risultati negativi.

In un contesto di deflazione, crescita negativa o prossima allo zero del PIL, scarsa fiducia verso il futuro, tassi di interesse prossimi allo zero e politica fiscale restrittiva, una maggior quantità di moneta immessa sul mercato, non si traduce in maggiori consumi ed investimenti, ma viene conservata dagli agenti economici che temono di poterne fare uso nel futuro, secondo le loro previsioni, incerto o negativo. La maggiore liquidità disponibile sul mercato crea un eccesso di offerta rispetto alla domanda di denaro, generando una spirale negativa in cui il tasso di interesse si abbassa ancora di più, rendendo sempre più conveniente mantenere il denaro liquido piuttosto che investirlo in attività finanziarie. L'economia entra quindi in trappola della liquidità. Tutto questo porta ad una riduzione dei consumi, della produzione, all'incremento della disoccupazione e alla riduzione dell'inflazione, cioè al risultato opposto rispetto a quello che si voleva raggiungere. Si tratta tuttavia di un risultato patologico, che potrebbe essere sventato affiancando ad una manovra di quantitative easing una politica fiscale espansiva. Infatti, una maggiore spesa pubblica produrrebbe un aumento della produzione, dei consumi e degli investimenti, inoltre, l'idea che sia le istituzioni finanziarie che monetarie stiano agendo nella stessa direzione, cioè a favore della ripresa, creerebbe un clima di maggiore fiducia negli agenti economici, i quali investirebbero e consumerebbero di più, alimentando ulteriormente produzione, occupazione e livello dei prezzi.

Un altro dei rischi legato al quantitative easing è che tale politica risulti più efficace di quanto sia previsto nell'agire contro la deflazione: può, infatti, provocare un'inflazione superiore a quanto auspicato se l'importo dell'operazione è sovrastimato.

D'altro canto, può risultare non abbastanza efficace se le banche non introducono nell'economia reale la maggiore liquidità a loro disposizione: esse, infatti, potrebbero decidere di non prestare al mercato questa liquidità, ma di tenere il denaro in deposito presso la banca centrale stessa, godendo di un tasso di interesse che, seppure molto basso (vicino allo 0), è comunque privo di rischi.

Tra le varie critiche mosse al quantitative easing, una delle più frequenti è che tale strumento acuisca il divario socio economico tra "ricchi" e "poveri": un aumento dell'inflazione, determinato da tale manovra, si traduce in una rivalutazione degli assets, che comporta una maggiore ricchezza reale per chi li possedeva; al contrario chi non li possiede resta nella condizione iniziale o, addirittura, il suo potere di acquisto si riduce ulteriormente poiché un aumento dell'inflazione implica un aumento del livello dei prezzi.



## **Capitolo 2: casi di applicazione del quantitative easing**

### **2.1 Politica monetaria del Giappone, paese pioniere del Quantitative easing**

L'espressione "quantitative easing" è stata adottata per la prima volta in riferimento allo sforzo attuato dalla Banca del Giappone (Bank of Japan BoJ) per risollevare l'economia dello stato da una stagnante e persistente depressione e deflazione economica. La banca centrale giapponese ha perseguito decenni di politica monetaria non convenzionale, a partire dalla fine degli anni Ottanta, ma vi è una forte evidenza che tali interventi hanno prodotto solo una crescita illusoria, non riuscendo a migliorare i fondamentali di un'economia stagnante.

#### **2.1.1 Politica monetaria prima della Grande Depressione: "Lost Decade" e trappola della liquidità**

Il Giappone è stato protagonista di una forte e rapida crescita economica che lo ha reso, agli inizi del ventesimo secolo, il primo paese asiatico affermatosi come potenza economica globale. Ma è stato a partire dagli anni Cinquanta del secolo scorso che ha registrato i risultati più eclatanti: il prodotto interno lordo è cresciuto in media del 10% negli anni Sessanta, dei 5% negli anni Settanta e del 4% negli anni Ottanta, rendendo l'economia nipponica la seconda più importante a livello globale, solo dietro agli Stati Uniti.

A seguito di decenni di crescita inarrestabile, già agli inizi degli anni Ottanta cominciarono ad emergere le prime criticità: il basso costo del denaro, combinato ad una forte propensione al risparmio, determinarono l'accumulo di molta liquidità. Tra il 1986 e il 1990 la massa monetaria giapponese è cresciuta del 10,5%; il tasso di interesse si è dimezzato tra il 1985 e il 1987, passando dal 5 al 2,5%, alimentando così prestiti su larga scala. I prezzi delle attività in Giappone sono saliti (fenomeno che tende a verificarsi ogni volta che i tassi di interesse vengono abbassati artificialmente). L'economia giapponese era in un'effettiva bolla economica che scoppiò tra il 1989 e il 1990, quando la BoJ invertì drasticamente la sua politica monetaria per cercare la remunerazione di questi ingenti capitali, aumentando i tassi di interesse dal 2,5 al 6%. Il crollo dei prezzi di azioni ed immobili determinò il fallimento di numerose banche e imprese.

Dal 1991 al 2001 il Giappone ha attraversato un periodo di stagnazione economica e deflazione conosciuto come “Lost Decade”: nel corso degli anni Novanta la crescita economica, ininterrotta negli anni precedenti, ha rallentato in modo significativo, stabilizzandosi in media intorno allo 0,8%, nonostante l’attuazione di misure di politica monetaria senza precedenti, che oggi chiamiamo “politiche non convenzionali”. Quando la ripresa si è dimostrata lenta, infatti, il Giappone si è rivolto ai rimedi keynesiani: stampare moneta, abbassare i tassi di interesse e aumentare il debito pubblico. Una serie di tagli tra il 1991 e il 1995 ha portato il tasso di interesse allo 0,5%, appena al di sopra dello zero bound. Ad una politica monetaria fortemente espansiva si è affiancata una politica fiscale ugualmente aggressiva: nel decennio degli anni Novanta il Giappone tentò nove pacchetti di stimolo, per un totale di 140,5 trilioni di yen, l’equivalente di 1,3 trilioni di dollari.

Esternamente, diventava sempre più aggressiva la concorrenza delle tigri asiatiche (Hong Kong, Corea del Sud, Taiwan e Singapore) che, in seguito ad un periodo di forte crescita, proprio nel corso degli anni 90 si affermavano come temibili competitors sul piano industriale.

Fu in tale contesto che il Giappone giunse alla crisi del 1997 e alla bolla Dot-Com del 2001, che trascinarono il paese in un grave periodo di recessione, fino al raggiungimento della sopraccitata “trappola delle liquidità”.

In situazioni standard, la Banca Centrale ha la possibilità di stimolare la crescita economica attraverso un aumento dell’offerta di moneta ed una riduzione dei tassi di interesse; in questo modo si incentivano le imprese ad indebitarsi e ad investire e, al contempo, aumenta la propensione al consumo per le famiglie.

Per superare la crisi dei primi anni 2000, la Banca centrale fece ricorso ad una forte spinta dell’offerta di moneta, introducendo la ZIRP (zero interest rate policy), attraverso la quale il tasso overnight fu condotto “al livello più basso possibile”, affiancata successivamente da un ampio programma di quantitative easing, che adottava come strumento di riferimento il target monetario piuttosto che i tassi di interesse. Tra il marzo 2001 e il dicembre 2004, la BoJ ha fornito alle banche giapponesi 35,5 miliardi di yen in apporti di liquidità attraverso l’acquisto di più titoli di Stato di quanto sarebbe stato necessario per fissare il tasso di interesse a zero; in questo modo ha aumentato i saldi dei conti correnti delle banche commerciali da 5 trilioni a 35 trilioni (circa 300 miliardi di dollari).

A dispetto delle aspettative, le misure straordinarie adottate dalla Banca Centrale determinarono effetti modesti sull’economia reale: l’inflazione rimase sostanzialmente allo stesso livello. Ciò accadde perché,

il lungo periodo di deflazione e debolezza economica vissuto dal Giappone, aveva determinato una forte perdita di fiducia da parte degli agenti economici; le manovre di politica monetaria si scontravano, quindi, con le aspettative negative degli operatori economici, che li inducevano ad una maggiore preferenza per la liquidità, disinnescando così gli effetti benefici della riduzione dei tassi e rendendo inefficaci gli strumenti in mano alla Banca Centrale.

Durante i primi due anni di implementazione del QE la deflazione nel paese non mostrò segni di cedimento, ma la situazione cambiò drasticamente con l'ascesa del governatore Fukui. Nonostante le modifiche dal punto di vista dell'operatività della banca centrale furono relativamente poche, l'annuncio del governatore nel 2003, il quale affermava in modo chiaro che la ZIRP sarebbe stata mantenuta finché l'indice dei prezzi al consumo (core CPI) fosse tornato positivo e fosse rimasto su quei livelli per molti mesi, eliminando ogni previsione di possibile ritorno futuro alla deflazione, determinò una ritrovata fiducia negli operatori economici con effetti positivi sulle loro aspettative future e, di conseguenza, sull'efficacia reale degli strumenti monetari (effetto segnalazione).

L'esperienza del Giappone è di fondamentale importanza per capire come la credibilità dell'impegno dichiarato dalla banca centrale sia essenziale per guidare le aspettative degli agenti economici verso gli obiettivi di politica economica dichiarati. I frutti dell'impegno e della trasparenza della politica di Fukui, infatti, furono evidenti, riducendo in poco tempo la deflazione e richiudendo gradualmente l'output gap. La BoJ, rispettando l'impegno assunto, mantenne i tassi a zero per molti mesi dopo che l'inflazione tornò positiva, e li rialzò solo nel luglio del 2006. All'indomani dell'abbandono delle misure non convenzionali (QE e ZIRP) la quantità di base monetaria nel sistema si ridusse drasticamente e da quel momento la Grande Depressione giapponese, e con essa la trappola della liquidità, poteva ritenersi conclusa.

### **2.1.2 Politica monetaria dopo il 2007: QQE (quantitative and qualitative easing)**

La crescita economica sembrò riprendersi tra il 2002 e il 2007; tuttavia, come accadde quasi in tutto il resto del mondo, la crescita giapponese fu vanificata dalla Grande Repressione scoppiata negli Stati Uniti d'America nel 2006, a causa dello scoppio di una bolla immobiliare (crisi dei mutui subprime) che ha innescato una profonda crisi del mercato immobiliare. Nel 2012 il primo ministro Shinzo Abe introdusse l'Abenomics, un ampio programma di riforme economiche finalizzato a stimolare la crescita dell'inflazione e deprezzare lo yen rispetto alle altre valute internazionali per agevolare le esportazioni. La manovra riscontrò un esito positivo determinando un evidente apprezzamento dello Yen rispetto al

dollaro. Successivamente, proseguendo sulla stessa linea, nell' aprile 2013 venne lanciato un nuovo programma di quantitative easing, attraverso il provvedimento del governatore della Banca Centrale Haruhiko Kuroda. Il nuovo governatore fece evolvere il QE in QQE (Quantitative and Qualitative Easing), incrementando il suo programma di acquisto di titoli di 1400 miliardi di dollari in due anni, con l'obiettivo annunciato di portare l'inflazione al 2% nel più breve tempo possibile.

Il QQE giapponese ha attraversato 3 fasi: è stato lanciato nella primavera del 2013 e raddoppiato nell'ottobre 2014; nel gennaio 2016 si è evoluto in "QQE with Negative Interest Rates" (con l'aggiunta di tassi di interesse negativi); infine ha raggiunto la sua forma finale a settembre del 2016 con il lancio del "QQE with Yield Curve Control" (con il controllo della curva dei tassi) introdotto per "rafforzare i due precedenti policy framework" di politica monetaria ultra espansiva. Questo policy framework è composto da due principali elementi: il primo è il "controllo della curva dei tassi" (Yield Curve Control) attraverso il quale la banca centrale controlla i tassi a breve e a lungo termine mediante operazioni di mercato; il secondo è un "inflation-over shooting commitment" per cui la BoJ si impegna ad espandere la base monetaria fino a quando i prezzi al consumo non superino il target del 2% e ci restino in modo stabile.

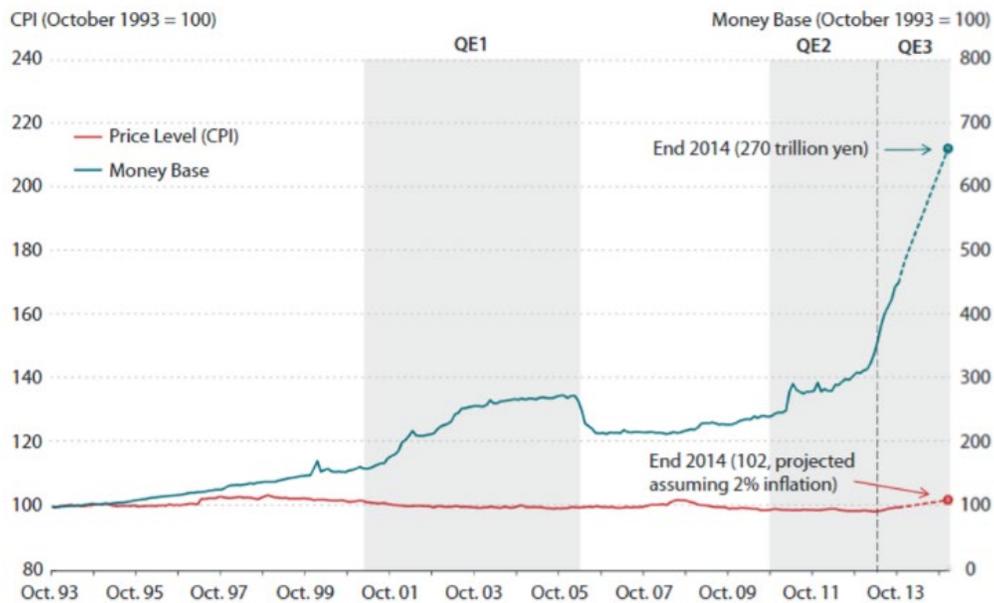
In questo modo l'obiettivo della Banca Centrale non era più la base monetaria di per sé, ma il controllo della curva dei rendimenti, con il primario obiettivo di mantenere i tassi sui decennali nipponici (JGB decennali) intorno a zero. Da questo momento in poi fluttuazioni della base monetaria nel breve periodo venivano giustificate dalla realizzazione di operazioni di mercato finalizzate a controllare la curva dei tassi.

Oggi, a circa vent'anni dall'inizio di questo tipo di politiche economiche, la ripresa appare ancora lenta ed instabile, già prima dell'arresto subito dalle economie mondiali a seguito dell'impatto del Covid.19. In più il debito pubblico giapponese è cresciuto di pari passo con il bilancio della banca centrale, raggiungendo nel 2016 il 230% del Pil contro il 170% del 2007. Ciò è accaduto perché gran parte della liquidità immessa dalla BoJ con il suo QE si è riversata sui mercati finanziari esteri, nelle economie emergenti e in operazioni speculative.

In risposta alla crisi economico finanziaria causata dalla pandemia, la Banca del Giappone, come da attese, ha confermata la sua politica monetaria, mantenendo i tassi di riferimento invariati allo 0,10% e lasciando stabile anche il target sul rendimento dei titoli di stato decennali intorno allo 0%. Nell'ambito

del suo programma di QE, l'istituto, guidato da Haruhiko Kuroda, ha confermato di voler acquistare un ammontare illimitato di titoli di stato giapponesi.

### BASE MONETARIA E INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO, 1993-2013.



Fonte: BOJ, Hayer Analytics e Andolfatto e Li Li, 2014

### TASSO DI INFLAZIONE, 2000-2020



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | MINISTRY OF INTERNAL AFFAIRS & COMMUNICATIONS

## **2.2 Quantitative easing della Federal Reserve**

La Fed è la banca centrale degli Stati Uniti d'America, organo principale di coordinamento e controllo del sistema federale della riserva. La banca centrale persegue sei obiettivi: stabilità dei prezzi, una elevata occupazione, un tasso di crescita sostenuto dell'attività economica, la stabilità dei mercati finanziari, la riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lunga scadenza e la stabilità del tasso di cambio. Tali obiettivi non presentano un ordine gerarchico, ma hanno tutti la medesima importanza; la molteplicità degli scopi della Federal Reserve si traduce in una maggiore flessibilità nella conduzione della politica monetaria rispetto a quella di cui è dotata la BCE (Banca centrale europea), il cui obiettivo finale è il raggiungimento di un tasso di inflazione non superiore al 2%.

### **2.2.1 Politica monetaria pre-2007**

La politica monetaria della Federal Reserve si è da sempre avvalsa del targeting dei tassi di interesse, ad esclusione del periodo 1979-1982: alla fine degli anni 70 l'economia degli Stati Uniti era caratterizzata da un tasso di inflazione superiore al 10%; quando nel 1979 Paul Volcker fu nominato alla guida della Fed, decise di modificare il regime operativo di politica monetaria ed intensificare il controllo della crescita monetaria, abbandonando il riferimento ai tassi di interesse a favore del tasso di crescita dell'aggregato monetario M1. L'esperimento monetarista ebbe un grande successo sul fronte della lotta all'inflazione: da un tasso di inflazione intorno all'11-12% a fine 1979, si passò a valori compresi tra il 4-5% a fine del 1982. Tuttavia, la restrizione monetaria comportò anche una serie di effetti collaterali: il tasso di interesse a breve termine e il tasso di disoccupazione salirono a livelli eccezionali e l'economia entrò in recessione. Inoltre, il nuovo regime operativo non si dimostrò molto più efficace del precedente, basato sul controllo dei tassi di interesse, nel riuscire a rispettare i target annunciati di crescita dell'aggregato monetario M1.

### **2.2.2 Politica monetaria post 2007: QE in risposta alla crisi finanziaria globale**

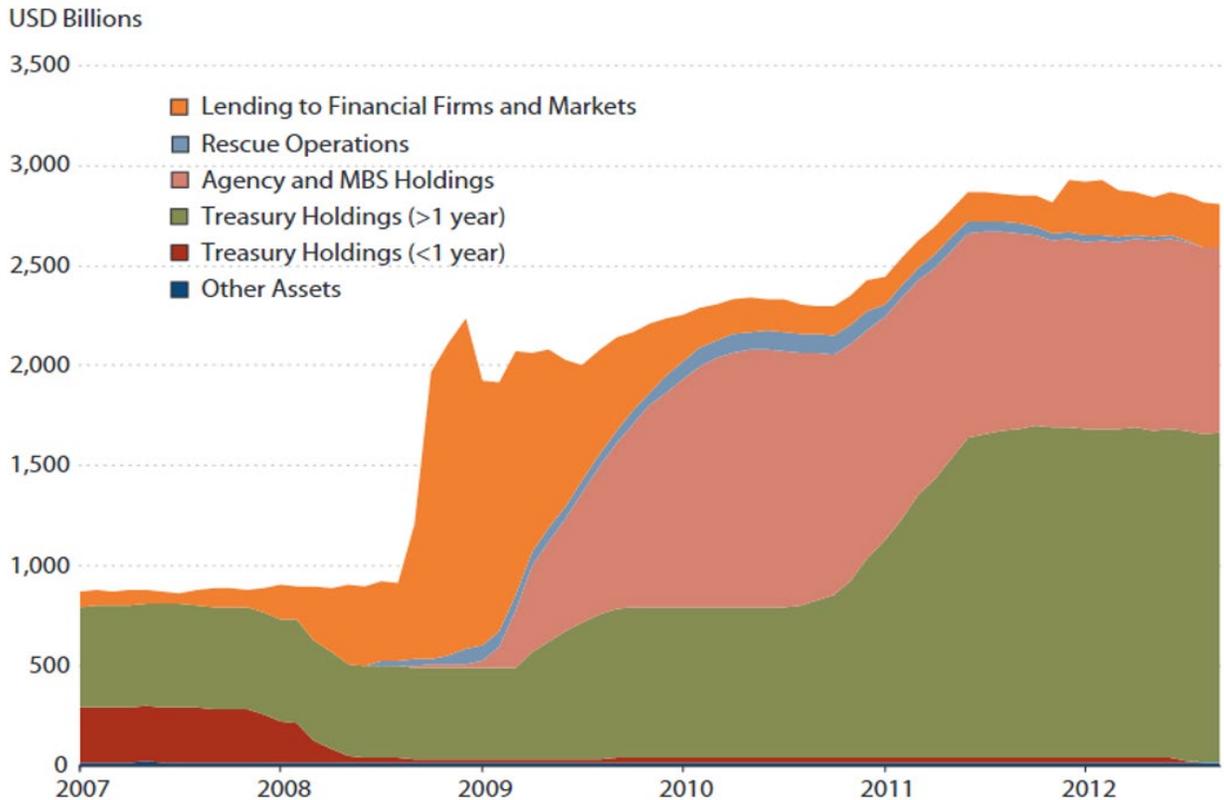
A seguito della crisi economico-finanziaria del 2007 determinata dalla bolla speculativa sui prezzi delle case e dalla susseguente crisi di Lehman Brothers, la Fed ha reagito fin da subito mettendo in atto le classiche misure di politica monetaria espansiva: ha abbassato i tassi di interesse di riferimento nel mercato monetario, passando dal 5,25% allo 0. Tale operazione, tuttavia, non fu sufficiente a rilanciare l'economia e a tranquillizzare i mercati per cui, a partire dalla fine del 2008, la Federal Reserve ha

promosso l'avvio di misure non convenzionali, concretizzatesi nell'acquisto di titoli sui mercati secondari (quantitative easing, anche detto Large Scale Asset Purchase LSAP). I titoli oggetto dell'acquisto sono stati titoli pubblici (Treasuries) e titoli garantiti da ipoteche (Mortgage-backed securities MBS).

Il Quantitative easing della Fed si articola in quattro fasi:

1. Nel novembre 2008 la Federal Reserve ha annunciato l'acquisto per 100 miliardi di dollari di debito delle imprese governative (GSE) e per 500 miliardi di dollari di titoli garantiti da ipoteca (MBS) emessi da tali imprese. Nel marzo 2009 il programma è stato ampliato qualitativamente e quantitativamente, con l'acquisto di 300 miliardi di titoli di stato (treasuries) a lungo termine. Come dichiarato dalla Federal Open Market Committee (FOMC), l'obiettivo del LASP iniziale, denominato Q1, era quello di "ridurre i costi e aumentare la disponibilità di credito per l'acquisto di case, che a sua volta avrebbe dovuto sostenere i mercati immobiliari e favorire migliori condizioni nei mercati finanziari più in generale". Il programma di acquisto di asset implementato tra il 2008-2009, cioè, era stato progettato per supportare l'intera economia, ma dando la priorità al mercato immobiliare, particolarmente colpito a causa del calo dei prezzi degli immobili statunitensi tra il 2006-2008. Infatti, circa l'80% degli acquisti della Fed nella prima ondata di QE si sono concentrati sull'acquisto di MBS e di strumenti di debito in relazione diretta con il mercato creditizio immobiliare.

## ATTIVITA' DELLA FEDERAL RESERVE



Fonte Federal Reserve Statistical release e Fawley & Neely, 2013.

Gli effetti principali di questi acquisti furono la riduzione dei tassi di interesse reali statunitensi a lungo termine dovuta all'abbassamento del premio per il rischio, ed una evidente espansione delle riserve detenute dalle banche. Grazie all'intervento della Federal Reserve il sistema finanziario statunitense è stato risollevato dal collasso e gli istituti di credito a rischio banca rotta sono stati messi in sicurezza, ma l'economia reale stentava a riprendersi, mantenendo l'indice dei prezzi al consumo al di sotto dell'1%.

- 
2. Nel novembre 2010 la Banca Centrale decise di intervenire con un secondo pacchetto di misure (comunemente chiamato QE2) che prevedeva l'acquisto aggiuntivo di titoli di stato americani per circa 600 miliardi di dollari al fine di riportare il tasso di inflazione a livelli ritenuti più coerenti con il mandato della Fed. Tale intervento comportò un ulteriore aumento della base monetaria, che raggiunse un livello pari a tre volte quello precrisi.

### BASE MONETARIA FED 2008-2012



Fonte: "Four Stories of Quantitative Easing" di Brett W. Fawley e Christopher J. Neely (2013)

La fine dell'estate del 2011 ha portato rinnovati timori di recessione negli Stati Uniti, a cui la Fed ha risposto annunciando il 21 settembre 2011 un terzo ciclo di acquisti di titoli di Stato a lungo termine, denominato Maturity Extension Program e Reinvestment Policy. Il programma è stato soprannominato "Operation Twist" perché la Fed ha acquistato 400 miliardi di dollari in attività a lungo termine e contemporaneamente ha venduto 400 miliardi di dollari in attività a breve termine; in altre parole la Banca Centrale statunitense ha modificato la composizione del suo portafoglio, con l'obiettivo di diminuire i tassi di interesse a lungo termine rispetto a quelli a breve, "torcendo" (twisting) la curva dei rendimenti. L'Operation Twist non ha ampliato la base monetaria perché gli acquisti di attività a lungo termine sono stati finanziati dalla vendita di attività a breve termine e non dalla creazione di denaro.

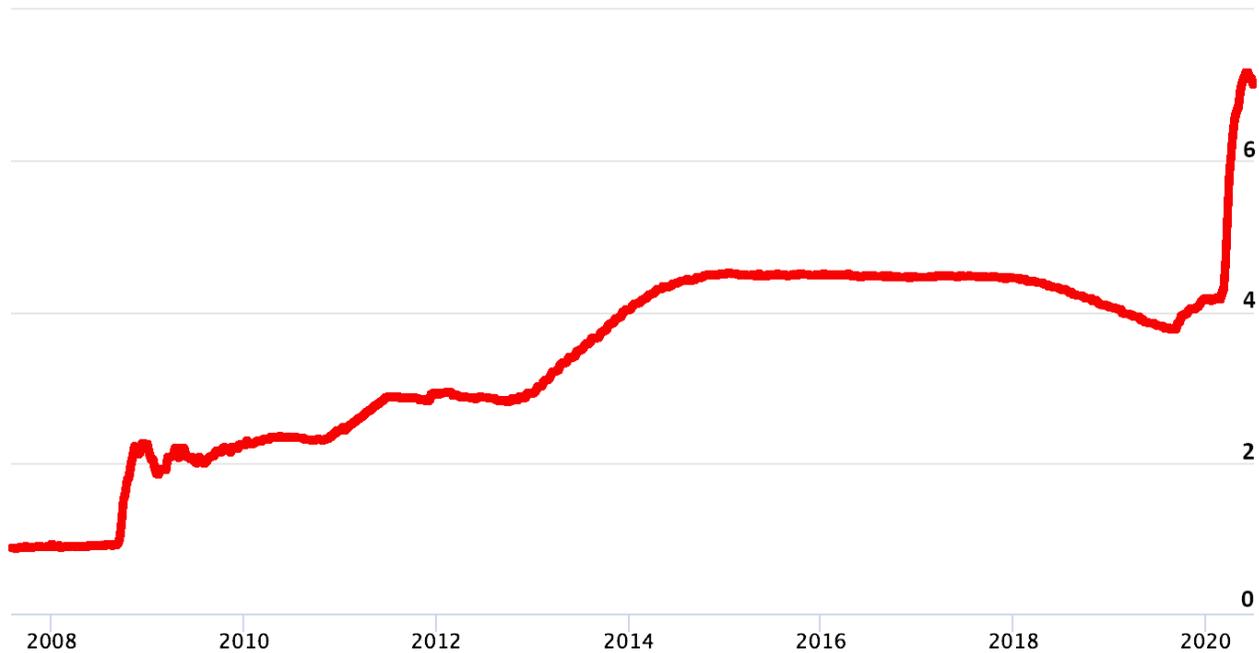
3. Il 20 giugno 2012 la Fed annunciò che avrebbe esteso il suo Maturity Extension Program, impegnandosi ad acquistare Treasury a lungo termine e a vendere una quantità equivalente di Treasury a breve termine, fino alla fine dell'anno. Come era ampiamente previsto, un terzo round di quantitative easing, "QE3", è stato annunciato il 13 settembre 2012. A differenza di QE1 e QE2, la Fed non ha stabilito l'ammontare di titoli da comprare, ma il ritmo degli acquisti, pari a 40 miliardi di MBS (mortgage-backed securities) al mese, annunciando di continuare fino a che "le prospettive per il mercato del lavoro non sarebbero migliorate sostanzialmente...in un contesto di stabilità dei prezzi". A partire dal 12 dicembre 2012 il programma è stato esteso al ritmo di 45 miliardi di dollari al mese, ma tali acquisti non erano più "sterilizzati" attraverso la vendita di attività a breve termine. Pertanto, gli acquisti effettuati precedentemente attraverso il "Maturity Extension Program" proseguirono, ma con l'effetto aggiuntivo di espandere la base monetaria.

A causa della sua natura "aperta" il QE3 si è guadagnato il soprannome di "Qe-Infinity".

Alla fine del 2013 è iniziato un processo di "assottigliamento" (tapering) di alcune delle politiche di QE della Fed, subordinato al susseguirsi di risultati economici positivi. Gli acquisti sono stati sospesi il 29 ottobre 2014, dopo aver accumulato 4,5 trilioni di dollari in attività.

4. Nel settembre 2019 la Federal Reserve ha iniziato la sua quarta operazione di quantitative easing a partire dalla crisi finanziaria del 2008; il 15 marzo 2020, in risposta alla pandemia dovuta al COVID-19, ha annunciato circa 700 miliardi di dollari in nuovo quantitative easing tramite acquisti di attività, al fine di sostenere la liquidità statunitense. Attualmente, questo ha portato ad un ulteriore aumento di due trilioni delle attività della Fed.

## ATTIVITA' TOTALI DELLA FEDERAL RESERVE (IN TRILIONI DI DOLLARI), 2008-2020



Fonte: Increase in US Federal Reserve Assets in response to COVID-19 pandemic.

Principale obiettivo delle operazioni attuate dalla Fed è stato l'aumento del prezzo dei titoli e la riduzione del loro rendimento in modo da indurre gli operatori a modificare la composizione dei loro portafogli da un lato, e aumentare la liquidità disponibile per migliorare il funzionamento dei mercati dall'altro. Tali risultati sono stati particolarmente evidenti in seguito al QE1 poiché, a differenza delle successive manovre espansive, il QE1 ha colto di sorpresa i mercati che hanno reagito con una riduzione dei tassi di interesse pari a 2 punti base per i Treasuries con scadenza a 2 anni e oltre 40 punti base per le MBS e le obbligazioni delle imprese private con supporto governativo. Al contrario il QE2 e il QE3 non hanno beneficiato dell'effetto sorpresa e al momento della messa in atto il loro effetto era stato in parte già "scontato" dagli operatori.

Gli effetti positivi del quantitative easing sui mercati finanziari e monetari sono, in ogni caso, largamente riconosciuti: nei due mesi successivi a ogni nuovo ciclo di acquisti i tassi di interesse a lungo termine sono scesi dello 0,15% e, nello stesso arco temporale, il prezzo delle azioni è aumentato in misura significativa. Anche i risultati sull'andamento dell'economia reale sono stati evidenti: un anno dopo

l'implementazione di ciascuna fase di acquisto titoli, la produzione industriale è aumentata dell'1%. Secondo alcune stime, le politiche della Fed hanno evitato che gli Stati Uniti scivolassero in una spirale deflattiva tra l'ultimo trimestre del 2008 e il primo del 2009, scampando il pericolo di una situazione simile alla Grande Depressione.

## 2.3 Asset Purchase Facilities della Bank of England

Come gran parte delle banche centrali del mondo, la Banca d'Inghilterra (Bank of England BOE) è responsabile della politica monetaria della nazione. Le sue funzioni si sono evolute nel tempo: creata come istituzione privata nel 1964 con lo scopo di raccogliere fondi per il governo attraverso l'emissione di obbligazioni, solo dal 1997 è diventata responsabile della fissazione del tasso d'interesse ufficiale del Regno Unito.

La Bank of England risponde all'esigenza di mantenere la stabilità monetaria e finanziaria: il suo mandato consiste nel perseguire la stabilità dei prezzi e la fiducia nella moneta. Per raggiungere questo risultato, la banca centrale ha un obiettivo di inflazione del 2%; quando il livello dei prezzi si discosta da questo target, la BoE adotta misure di politica monetaria espansive o restrittive, rispettivamente per stimolare o frenare l'inflazione.

Lo strumento "normale" attraverso cui la Banca d'Inghilterra, così come la maggior parte delle banche centrali, raggiunge il suo obiettivo di inflazione è stabilire il tasso bancario<sup>3</sup>.

Quando la recessione globale prese piede nell'ottobre 2008, il tasso bancario fu ridotto dal 5% al 0,5% entro marzo 2009 per sostenere la ripresa economica del Regno Unito: tassi di interesse più bassi significano, infatti, che è più conveniente per imprese e famiglie prendere in prestito denaro, il che li incoraggia ad investire e spendere.

Tra gennaio e marzo 2009 la BoE diede avvio ad un programma di acquisto di asset (Asset Purchase Facility) che, solo in un secondo momento assunse la forma del quantitative easing tradizionale. La banca centrale, infatti, provvide non solo a tagliare i tassi e ad aumentare la liquidità disponibile, ma a comprare attivamente titoli del settore privato, conducendo due operazioni separate e distinte di acquisto: la prima rivolta ad attività emesse da privati per alleviare specifiche condizioni di credito, la seconda di acquisto di titoli di Stato britannici (Gilts), entrando nel vivo del quantitative easing. Inizialmente furono acquistate 50 miliardi di sterline di debito di alta qualità emesso da società private per facilitare l'ottenimento del credito da parte delle aziende e, al contempo, aumentare la liquidità degli strumenti sottostanti. La base monetaria, però, non venne allargata poiché ogni acquisto effettuato dalla BoE era

---

<sup>3</sup> tasso d'interesse praticato dagli istituti di credito sulle somme date a prestito o depositate. Può essere attivo o passivo. Il tasso attivo è quello che la banca fa pagare ai propri clienti per le operazioni di impiego fondi. Il tasso bancario passivo è quello, al contrario, che una banca paga ai propri clienti sulle operazioni di provvista dei fondi

finanziato dalla vendita di una pari entità di Gilts a breve termine; non si può, quindi, ancora parlare di quantitative easing.

Poiché le manovre adottate non furono sufficienti a stimolare l'economia dello stato, dietro la scia della Federal Reserve, la Banca d'Inghilterra intraprese nel marzo 2009 il vero e proprio Quantitative easing come operazione di market making di ultima istanza.

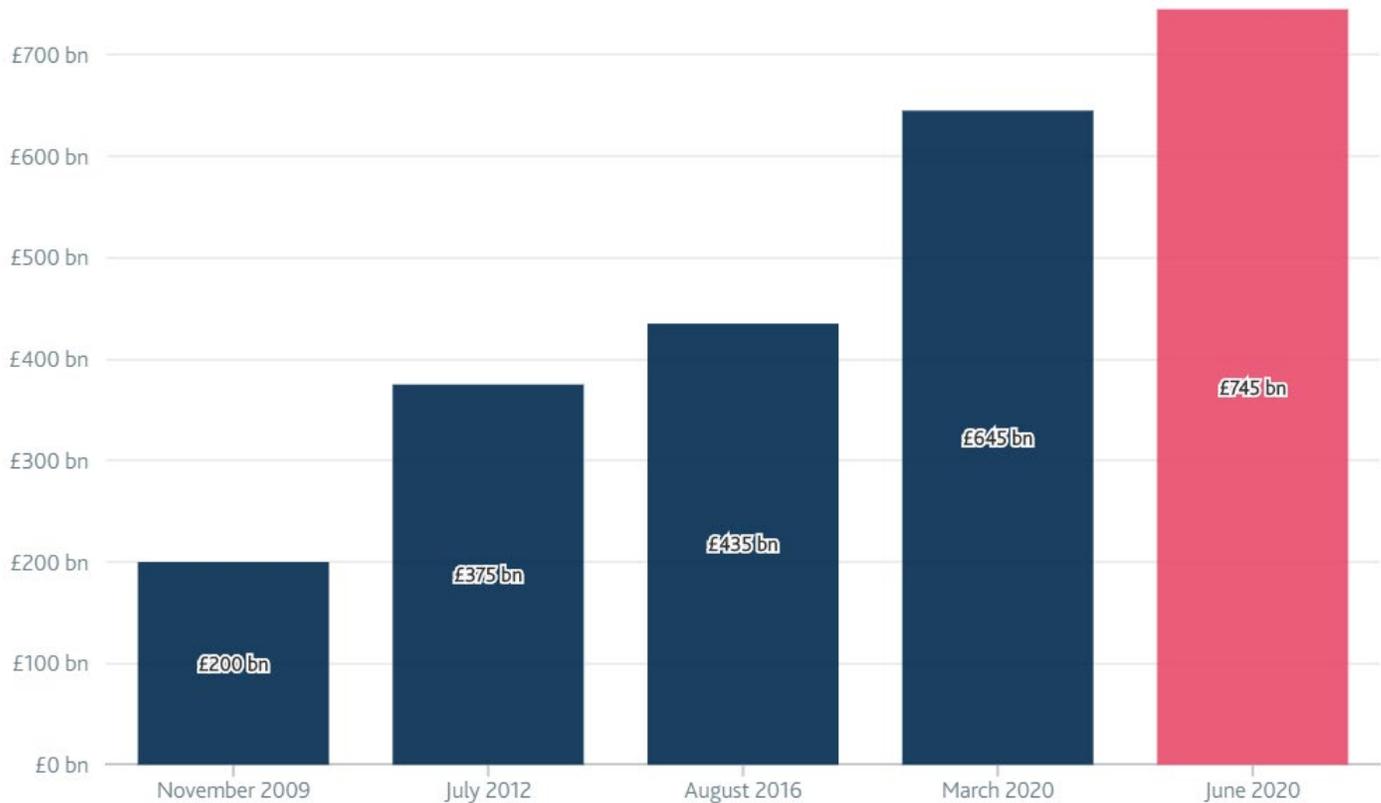
Il programma, che prevedeva inizialmente l'acquisto di 75 miliardi di sterline in 3 mesi, venne gradualmente espanso fino a raggiungere la cifra di 200 miliardi di sterline, di cui circa 3 miliardi in titoli privati e il rimanente importo in titoli di Stato. La banca non sterilizzò l'acquisto di titoli, ma al contrario aumentò la base monetaria con l'obiettivo di stimolare l'offerta di moneta, mantenendo al contempo un livello consistente nella domanda, per ottenere l'inflazione desiderata nel medio termine. La Banca Centrale si concentrò quasi esclusivamente sull'acquisto di obbligazioni piuttosto che sul facilitare le condizioni di prestito alle banche. Questo perché in Gran Bretagna il mercato obbligazionario gioca un ruolo relativamente più importante rispetto al settore bancario, (mentre in Europa e Giappone è esattamente il contrario). La Banca Centrale, dunque, sceglie la metodologia più adatta a fornire liquidità al sistema finanziario, che rifletta la struttura della propria economia. Inoltre, la BOE ha dichiarato come si sia concentrata sull'acquisto di asset soprattutto da intermediari finanziari non bancari. Infatti, poiché le banche non avrebbero iniettato denaro nell'economia essendo ancora impegnate a sistemare i bilanci a causa della crisi, reputava che l'acquisto da quest'ultime si sarebbe rivelato un canale più debole.

Al termine del primo programma di QE (dicembre 2010), la BOE decise di mantenere a 200 miliardi il livello degli asset detenuti, reinvestendo i proventi nella sostituzione dei titoli in scadenza. Per quasi due anni la Banca Centrale non intervenne direttamente con nuove politiche monetarie, finché il 6 ottobre 2011, temendo di mancare il target del 2% di inflazione, annunciò l'espansione del bilancio di ulteriori 75 miliardi di sterline principalmente in risposta all'impatto della crescente crisi dell'euro. Nel febbraio 2012 la banca aumentò l'APF di 50 miliardi e, a seguito di due trimestri consecutivi di contrazione del Pil, di ulteriori 50 miliardi a luglio, portando l'importo totale dell'attivo detenuto dalla banca a 375 miliardi di sterline.

Nell'agosto 2016, la Banca d'Inghilterra ha dichiarato che avrebbe acquistato ulteriori 60 miliardi di titoli di Stato britannici e 10 miliardi di obbligazioni societarie, per affrontare l'incertezza sulla Brexit e le preoccupazioni sulla produttività e la crescita economica. In una riunione di emergenza a causa della pandemia del COVID-19 nel marzo 2020, la Banca ha annunciato l'acquisto di titoli di Stato per 200

miliardi di sterline, portando il totale a 645 miliardi di sterline, potenziato di 100 miliardi a giugno di quest'anno.

## ACQUISTO DI TITOLI DI STATO DA PARTE DELLA BOE



Fonte: Bank of England "What is quantitative easing"

Gli acquisti nel programma di QE hanno avuto significativi effetti sull'economia. Prima di tutto, i rendimenti sui titoli di Stato si abbassarono in media di circa 100 punti base, con una diminuzione del rischio di liquidità e dei relativi rendimenti sui titoli a più lunga scadenza. Stessi effetti positivi furono riscontrati sulle obbligazioni del settore privato e sul mercato azionario: la caduta del tasso di interesse dei Gilts a seguito di un acquisto in massa di tali titoli, fa sì che gli investitori concentrino il proprio interesse in altre categorie di asset, come obbligazioni corporate o azioni (vedi meccanismo di portfolio balancing); il rendimento delle obbligazioni societarie di tipo investment-grade crollò di 70 punti base tra il 2009 e il 2010, e l'aumento della domanda nel mercato azionario fece incrementare il prezzo dei

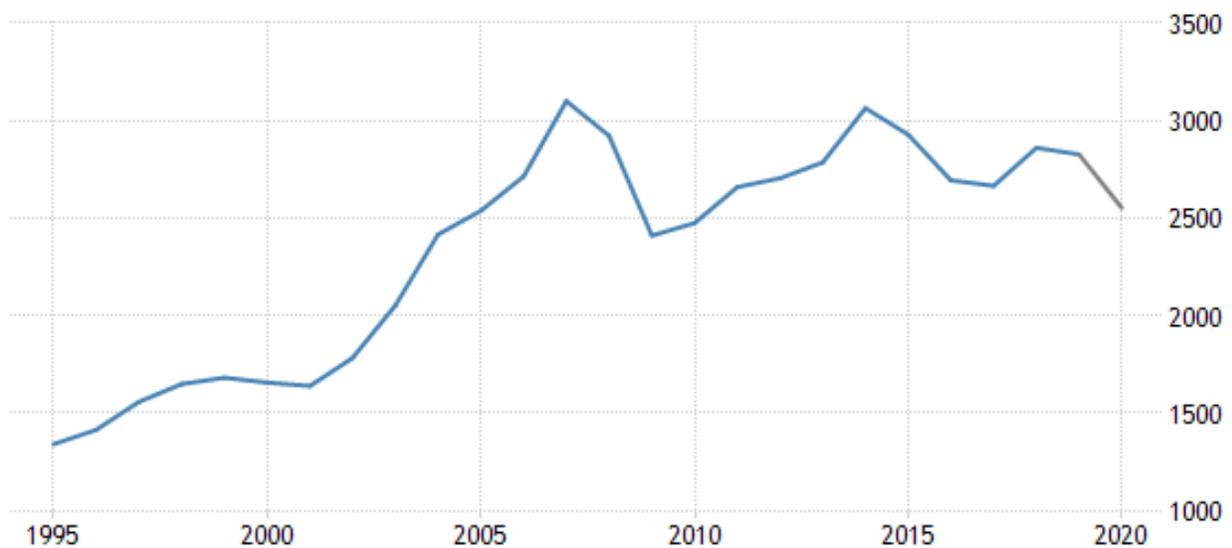
titoli azionari (anche se il cambiamento di trend in questi asset non si può attribuire esclusivamente all'effetto di portfolio rebalancing).

Effetti statisticamente rilevanti sono stati riscontrati anche sul Pil reale e sull'inflazione: Weale e Wieladek calcolano che, per acquisti pari all'1% del Pil, sia corrisposto un aumento del Pil reale della Gran Bretagna dello 0,18% e dell'indice dei prezzi al consumo dello 0,30%.

### ANDAMENTO DEL TASSO DI INFLAZIONE E DEL PIL



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | OFFICE FOR NATIONAL STATISTICS



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM | WORLD BANK



## **Capitolo 3: politica monetaria della BCE, dagli strumenti convenzionali al QE**

### **3.1 Origine e struttura della Banca centrale europea**

Dal primo gennaio 1999 la Banca Centrale Europea (BCE) è responsabile della conduzione della politica monetaria nell'area euro, la più grande economia del mondo dopo gli Stati Uniti. L'area euro, anche conosciuta come eurozona, è costituita da tutti i Paesi dell'Unione Europea (UE) che hanno adottato l'euro come moneta unica, attualmente 19, ed è nata, appunto, quando nel gennaio 1999 la responsabilità per la politica monetaria dalle banche centrali nazionali di 11 Stati membri dell'UE è stata trasferita alla BCE. Successivamente hanno aderito altri paesi: la Grecia nel 2001, la Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008, la Slovacchia nel 2009, l'Estonia nel 2011, la Lettonia nel 2014 e la Lituania del 2015.

La creazione dell'Unione economica e monetaria (UEM) ha rappresentato il primo passo verso l'istituzione della BCE, abolendo per la prima volta tutte le restrizioni relative alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri. La seconda fase dell'UEM è stata sancita dall'introduzione dell'Istituto Monetario Europeo (IME) il primo gennaio 1994, con carattere transitorio, riflesso del progressivo avanzamento dell'integrazione monetaria nella Comunità. L'istituto non era responsabile della politica monetaria europea, ancora di competenza degli istituti nazionali, ma rispondeva all'esigenza di incentivare la collaborazione tra le banche e il coordinamento delle politiche monetarie, al fine di creare i presupposti necessari alla successiva costituzione del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), per la gestione di una politica monetaria unica e l'introduzione di una moneta comune. La Banca Centrale Europea ha formalmente sostituito l'Istituto Monetario Europeo il primo giugno 1998, in virtù del trattato sull'Unione Europea (TUE, trattato di Maastricht 1993), ma non ha esercitato i suoi pieni poteri fino all'introduzione della moneta unica nel 1999, segnando la terza e ultima fase della UEM (Unione Economica e Monetaria). A seguito di questo passaggio, i tassi di cambio delle valute dei primi undici paesi aderenti all'unione monetaria sono stati fissati in modo irrevocabile ed ha avuto inizio la conduzione di una politica monetaria unica sotto la responsabilità della BCE. La creazione di una nuova istituzione sovranazionale è stata una pietra miliare nel lungo e complesso processo di integrazione economica europea.

La moneta unica ha iniziato a circolare nel 2002: negli anni precedenti, nel periodo intercorrente tra il trattato di Maastricht (1993) e il 1999, i paesi candidati ad adottare l'euro hanno seguito un percorso di

convergenza nella politica economica, delineato dal rispetto di requisiti economici e giuridici (“criteri di convergenza”) tendenzialmente incentrati su stabilità dei prezzi, stabilità del tasso di cambio, tassi di interesse a medio-lungo termine bassi e stabili, solidità della finanza pubblica. Proprio in questo contesto, per gestire i vari aspetti transitori legati alla nascita dell’Eurozona, è nata la BCE. Tutti gli Stati membri dell’UE, tranne la Danimarca, una volta soddisfatti i criteri di convergenza, sono tenuti ad adottare la moneta comune e ad aderire all’eurozona. Non è stabilito un calendario particolare per l’adesione all’area dell’euro, ma la facoltà di elaborare le loro strategie per soddisfare tali criteri è lasciata agli Stati membri.

Tutti i paesi dell’Eurozona mantengono i propri sistemi bancari e le proprie banche centrali nazionali (BCN), tuttavia le regole dell’Eurosistema e l’orientamento della politica monetaria sono determinate centralmente dalla BCE. Col termine Eurosistema si intende l’insieme costituito dalla BCE e dalle banche centrali di tutti i paesi dell’Unione Europea che hanno adottato l’euro come valuta nazionale e rappresenta l’autorità monetaria dell’area dell’euro. Gli organi decisionali della BCE, responsabili della preparazione, condotta e implementazione della politica monetaria dell’Eurosistema, sono tre:

- Consiglio direttivo: formula la politica monetaria; in particolare, ha il potere di determinare i tassi di interesse ai quali l’Eurosistema concede liquidità agli enti creditizi. Comprende i sei membri del Comitato esecutivo e i governatori o presidenti delle BCN dei paesi dell’area euro.
- Comitato esecutivo: è responsabile dell’attuazione della politica monetaria formulata dal consiglio direttivo e fornisce alle BCN le istruzioni necessarie a tal fine.
- Consiglio generale: non prende parte in modo diretto alle decisioni relative alla politica monetaria nell’area dell’euro, ma contribuisce al coordinamento delle politiche monetarie degli stati membri dell’Unione Europea che non hanno ancora adottato la moneta unica e all’implementazione di misure preparatorie di vista di un eventuale ampliamento dell’Eurozona. In esso, infatti, siedono il Presidente e il Vicepresidente della BCE, affiancati dai governatori o presidenti delle BCN degli attuali 27 Stati membri dell’UE.

Istituito insieme all’Eurosistema, ma distinto da esso, è il SEBC (Sistema Europeo delle Banche Centrali) che comprende la banca centrale europea (BCE) e le banche centrali nazionali (BCN) di tutti gli stati membri dell’Unione Europea, indipendentemente dalla loro appartenenza all’Eurozona. La distinzione tra Eurosistema e SEBC rimarrà in vigore fino a quando alcuni dei paesi dell’Unione Europea manterranno la propria valuta nazionale; allo stesso modo, in base allo statuto del SEBC e della BCE, il Consiglio generale è un organo transitorio che avrà ragione di esistere fino a quando non tutti i paesi dell’UE avranno adottato la moneta comune.

## 3.2 Obiettivi e funzioni della BCE

### 3.2.1 Obiettivo primario: perché la stabilità dei prezzi?

L'obiettivo principale della Banca centrale europea, di cui all'articolo 127, paragrafo 1 del trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, è quello di mantenere la stabilità dei prezzi all'interno della zona euro, al fine di salvaguardare il valore dell'euro. La stabilità dei prezzi è essenziale per la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, due degli obiettivi principali dell'Unione Europea. Infatti, lunghi periodi di deflazione o di inflazione eccessiva determinano effetti negati per l'economia: un'inflazione elevata, cioè l'aumento consistente dei prezzi di molti beni e servizi, causa una perdita del potere di acquisto; in altre parole, gli agenti economici non sono più in grado di acquistare ciò che acquistavano prima con la stessa quantità di denaro. In questo modo si può innescare una spirale ascendente dei prezzi: se tutto diventa più costoso, i consumatori necessiteranno di una maggiore disponibilità economica che potrebbero ottenere, ad esempio, richiedendo un incremento dello stipendio al datore di lavoro; per far fronte a tale richiesta, l'impresa può agire innalzando i suoi prezzi sul mercato; il risultato finale sarà un ulteriore rincaro di beni e servizi, che alimenterà la spirale. Inoltre, di fronte ad una sua rapida svalutazione, gli agenti possono perdere fiducia nella moneta il che rende più difficile per famiglie e imprese pianificare il risparmio e gli investimenti.

Allo stesso modo, anche se da consumatori una diminuzione dei prezzi può sembrare qualcosa di positivo, lunghi e diffusi periodi di deflazione causano numerosi effetti collaterali sull'economia. Questo evento può infatti innescare una spirale discendente dei prezzi: i consumatori limiteranno e rimanderanno gli acquisti se si aspettano una riduzione futura dei prezzi; le imprese guadagneranno di meno e per far fronte ad entrate minori ridurranno gli investimenti, ricorrendo anche a tagli del personale, alimentando, in questo modo, la disoccupazione. L'economia, in generale, inizierà a rallentare, con ricadute negative su ciascuno di noi.

Il mantenimento della stabilità dei prezzi rappresenta non solo l'obiettivo primario della politica monetaria della BCE, ma anche un obiettivo dell'intera Unione Europea: citando l'articolo 3 del Trattato sull'Unione Europea "l'Unione si adopera per lo sviluppo sostenibile dell'Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un'economia sociale di mercato fortemente competitiva, che mira alla piena occupazione e al progresso sociale". Dunque, il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea e il Trattato sull'Unione Europea stabiliscono una chiara gerarchia di obiettivi per l'Eurosistema, rimarcando come la stabilità dei prezzi sia il contributo più importante che

le banche centrali, e la politica monetaria in generale, possono offrire per alimentare il benessere individuale dei cittadini e creare un contesto economico favorevole.

Per il raggiungimento di questo obiettivo la Banca centrale europea ha introdotto una definizione quantitativa di stabilità dei prezzi: il Consiglio direttivo dell'ottobre 1998 l'ha definita come un aumento su base annua dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPAC), che misura l'inflazione, per l'area dell'euro inferiore al 2%; a seguito di un'approfondita valutazione della strategia di politica monetaria della BCE, nel maggio 2003 il Consiglio ha confermato tale definizione, chiarendo che, "nel perseguimento della stabilità dei prezzi, esso mira a mantenere l'inflazione su livelli inferiori, ma prossimi al 2%, nel medio periodo". È evidente, quindi, che l'attenzione non è rivolta ai livelli minimi e massimi di inflazione che si raggiungono nel breve periodo, in quanto questi si compensano a vicenda e non sono controllabili attraverso la politica monetaria, ma si tiene conto del tasso di inflazione raggiunto nel corso del tempo.

Una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi da un lato consente alla BCE di avere un termine di riferimento rispetto al quale misurare i risultati ottenuti, dall'altro rende trasparente la sua azione, consentendo agli agenti economici una pianificazione migliore del loro futuro, essendo consapevoli della variazione dei prezzi attesa, in media, nel corso del tempo.

Sapendo che l'obiettivo primario è che i prezzi di mantengano stabili, potremmo chiederci il motivo per cui la BCE persegue un tasso di inflazione inferiore e prossimo al 2% nel medio periodo, piuttosto che vicino o pari allo 0%. Le ragioni sono diverse:

- in primo luogo, avere un obiettivo vicino al 2% offre un margine di sicurezza rispetto a potenziali rischi di deflazione, situazione che potrebbe rendere inefficaci le misure tradizionali di politica monetaria adottate dalla banca centrale (interventi sui tassi di interesse di riferimento). Dunque, integrando un margine nell'obiettivo al di sopra dello zero, la BCE intende evitare il ricorso frequente alle misure non standard.
- La Banca centrale europea tiene conto della possibilità che l'inflazione (misurata attraverso lo IAPC) possa essere leggermente sovrastimata a seconda del metodo di misurazione. Supponiamo, ad esempio, che l'aumento del prezzo di un bene incluso nel paniere usato per calcolare lo IAPC sia causato dal miglioramento della qualità di tale prodotto; se, misurando l'inflazione, non si tiene pienamente conto del fatto che la variazione di prezzo sia dovuta ad un miglioramento

qualitativo, si potrebbe registrare un'inflazione più elevata di quella che si è effettivamente prodotta.

- Poiché la Bce persegue la stabilità dei prezzi per l'intera area dell'euro, stabilire un obiettivo di inflazione prossimo e inferiore al 2% garantisce un margine per possibili differenze fra i tassi di inflazione nei vari paesi dell'area, che, in media, dovrebbero annullarsi tra loro nel corso del tempo. Secondo tale logica, se l'obiettivo fosse stato dello 0% alcuni paesi avrebbero dovuto mantenere tassi di inflazione eccessivamente bassi o addirittura negativi per controbilanciare gli eventuali tassi più elevati di altri paesi.

### **3.2.2 Funzioni assolve dalla BCE**

Per svolgere la sua missione principale, i compiti fondamentali che l'Eurosistema deve assolvere, elencati all'articolo 127, paragrafo 2 del Trattato sul funzionamento dell'unione europea, sono:

- Definire e attuare la politica monetaria
- Gestire le operazioni in valuta estera; in assenza di accordi formali o linee guida generali la BCE può decidere, se necessario, di effettuare interventi sul mercato dei cambi, agendo di propria iniziativa (interventi unilaterali), oppure in collaborazione con altre banche centrali (interventi concentrati). Tali interventi vengono definiti "centralizzati" se svolti direttamente dalla Banca centrale europea, e "decentralizzati" se posti in essere dalle Banche centrali nazionali per conto della BCE, sulla base di un esplicito rapporto di agenzia. Ogni operazione relativa ad un'altra valuta è effettuata sempre senza pregiudicare l'obiettivo primario della BCE, ossia il mantenimento della stabilità dei prezzi.
- Promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento. Target2 è la principale piattaforma europea che regola le transazioni di importo rilevante, di proprietà dell'Eurosistema che ne cura anche la gestione; viene adoperato sia dalle banche centrali che dalle banche commerciali per svolgere pagamenti in euro in tempo reale. Target2 rappresenta un elemento fondamentale per l'integrazione finanziaria nell'UE poiché, consentendo che la moneta venga trasferita tra le banche dell'unione in tempo reale, permette all'euro di fluire liberamente attraverso i confini e alimenta l'attuazione della politica monetaria unica della BCE. Ogni giorno questo sistema tratta in media 350.000 operazioni, per un totale di circa 1700 miliardi al giorno.

- Detenere e gestire le riserve ufficiali di valuta estera dei paesi dell'area dell'euro: tali riserve sono state costituite in origine mediante il trasferimento di riserve valutarie da parte delle banche centrali nazionali dei paesi membri alla BCE, al momento dell'avvio della terza fase dell'unione economica e monetaria il primo gennaio 1999, al fine di garantire sufficiente liquidità per condurre, ove necessario, operazioni in valuta estera. In ordine di importanza, gli obiettivi di gestione delle riserve ufficiali della BCE sono: liquidità, sicurezza e rendimento. Il portafoglio è costituito da dollari statunitensi, yen giapponesi, renminbi cinesi, oro e diritti speciali di prelievo, e la sua composizione muta nel tempo rispecchiando le variazioni valore di mercato delle attività investite.

Ulteriori funzioni sono:

- Diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote nell'area dell'euro: dopo l'introduzione dell'euro, la BCE aveva anche il diritto esclusivo di emettere moneta; oggi tale funzione può essere svolta anche dagli stati membri, ma l'importo deve essere preventivamente autorizzato dalla BCE.
- Raccolta e compilazione di statistiche: in collaborazione con le BCN, la BCE acquisisce informazioni statistiche dalle autorità nazionali o direttamente dagli operatori economici, necessarie allo svolgimento dei compiti del SEBC.
- Stabilità finanziaria e vigilanza prudenziale; per stabilità finanziaria si intende la capacità del sistema finanziario di resistere agli shock senza che si verifichino gravi turbative. La BCE tiene sotto costante osservazione il sistema finanziario al fine di individuare precocemente potenziali rischi ed elementi di vulnerabilità; nel caso in cui emergano potenziali rischi sistemici, interviene attraverso politiche macroprudenziali.
- Cooperazione a livello europeo ed internazionale: l'area dell'euro è profondamente inserita ed integrata nell'economia globale, dunque il suo buon funzionamento dipende anche dal contesto internazionale. Al fine di formulare la politica monetaria e salvaguardare la stabilità finanziaria nell'area dell'euro è quindi indispensabile comprendere l'economia mondiale e il sistema monetario e finanziario internazionale. A questo scopo la Bce osserva ed intrattiene relazioni operative con istituzioni all'interno e all'esterno dell'UE.
- Vigilanza bancaria: in virtù dell'articolo 127, paragrafo 6, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e del regolamento (UE) n.1024/2013 del Consiglio ("regolamento

sull'MVU") la BCE svolge specifici compiti di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi degli Stati membri dell'area dell'euro, all'interno del quadro del Meccanismo di vigilanza unico (MVU). Il Meccanismo di vigilanza unico comprende la BCE e le autorità nazionali competenti (ANC) degli Stati membri partecipanti ed è responsabile della vigilanza prudenziale di tutti gli enti creditizi di tali stati (circa 4900). I tre obiettivi principali dell'MVU sono: garantire la stabilità e la sicurezza del sistema bancario in Europa; accrescere l'integrazione e la stabilità finanziarie; garantire una vigilanza coerente.

Per assicurare una maggiore efficienza, le competenze di vigilanza della BCE e delle ANC sono suddivise in base alla significatività dei soggetti vigilati. La BCE esercita la vigilanza diretta su tutti gli enti classificati come significativi<sup>4</sup> (circa 1200 soggetti), con l'assistenza delle autorità nazionali competenti: in particolare l'attività corrente di vigilanza viene svolta da gruppi di vigilanza congiunti (GVC), che comprendono personale proveniente sia dalla BCE che dalle ANC. Le autorità nazionali competenti conducono l'attività di vigilanza diretta sugli enti meno significativi (circa 3700), sotto la supervisione della BCE.

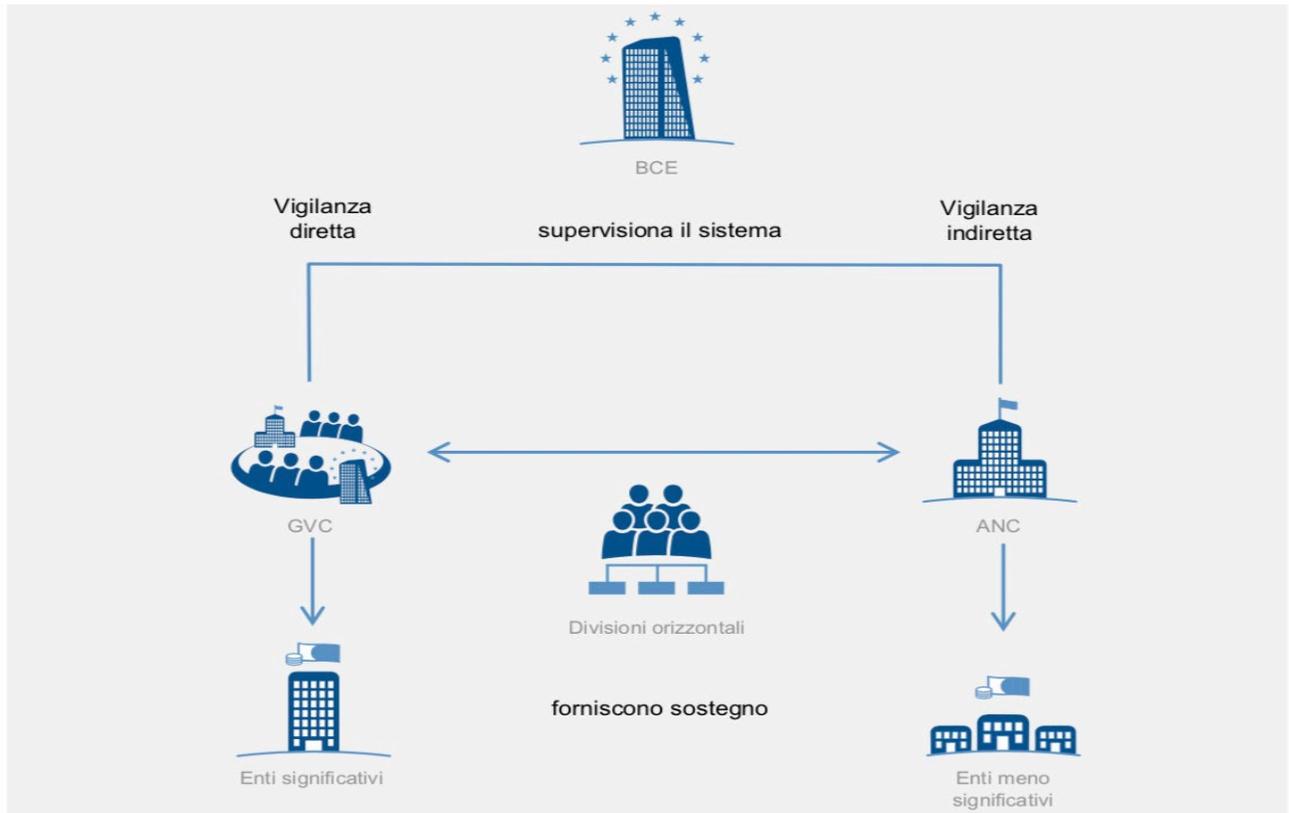
---

<sup>4</sup> Una banca è considerata significativa se soddisfa uno qualsiasi dei seguenti criteri di significatività:

- Dimensioni: il valore totale delle sue attività supera i 30 miliardi di euro
- Importanza economica per un paese particolare o per l'economia dell'UE nel suo insieme
- Operatività transfrontaliera: il valore totale delle sue attività supera i 5 miliardi di euro e il rapporto tra le attività transfrontaliere in più di un altro Stato membro partecipante e le attività totali è superiore al 20% o il rapporto tra le passività transfrontaliere in più di un altro Stato membro partecipante e le passività totali è superiore al 20%
- Assistenza finanziaria pubblica diretta: ha richiesto o ricevuto finanziamenti nel quadro del Meccanismo europeo di stabilità o della European Financial Stability Facility
- è una delle tre banche più significative stabilite in un paese.

(Fonte: Banca Centrale Europea, Guida alla vigilanza bancaria, 2014)

## LA RIPARTIZIONE DEI COMPITI NELL'AMBITO DELL'MVU



Fonte: "Istituzioni e mercati finanziari", nona edizione,  
Pearson: le banche centrali e la politica monetaria (slide 36)

### 3.3 Strumenti convenzionali di politica monetaria della BCE

Per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi nel medio termine, al fine di evitare periodi di elevata inflazione o deflazione, la BCE adopera gli strumenti di politica monetaria. Come è noto, per strumenti di politica monetaria si intendono tutte le possibili modalità con le quali la banca centrale può intervenire nei mercati finanziari e creditizi allo scopo di conseguire le proprie finalità.

Al pari delle banche centrali di tutto il sistema finanziario, la Banca centrale europea gestisce il tasso di inflazione attraverso la gestione dei tassi di interesse di riferimento: poiché dispensa liquidità al sistema bancario ed ha il monopolio sull'immissione della base monetaria, regola le condizioni di prestito e deposito effettuati dai vari istituti creditizi da e presso la banca centrale, determinando i tassi di interesse da applicare nelle proprie operazioni. In particolare, la BCE ha la facoltà di intervenire su tre tipi di tassi di interesse fondamentali:

- a) Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (MRO Main Refinancing Operations): rappresenta il tasso di interesse al quale le banche possono regolarmente finanziarsi presso la BCE (prestiti a una settimana); è il più importante poiché segnala, in condizioni normali, l'orientamento della politica monetaria.
- b) Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale: è il tasso di interesse versato dalle banche alla Banca centrale europea sui prestiti di brevissimo periodo, cosiddetti overnight. Si tratta, cioè, di un tasso applicato ai prestiti effettuati dalla banca centrale nella giornata di negoziazione di riferimento con rientro nella giornata lavorativa successiva (tasso overnight). Tale tasso è superiore al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (in media di circa un punto percentuale), il che significa per gli istituti di credito che questi finanziamenti a brevissimo termine sono più onerosi dei prestiti a una settimana (disciplinati dal tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale). La ratio di questa scelta è che la BCE vuole incentivare le banche ad operare sul mercato e a ricorrere a questo tipo di operazioni solo se non esistono alternative sul mercato.
- c) Tasso sui depositi presso la banca centrale: è l'interesse che le banche percepiscono sui depositi collocati presso la BCE.

La scelta di come influenzare questi tassi rappresenta la decisione più importante di politica monetaria della banca centrale in quanto ogni cambiamento nei tassi di interesse che la BCE impone alle banche commerciali influenza i tassi di interesse ai quali le stesse banche commerciali concedono prestiti ai loro

clienti, quindi, indirettamente, influenza le decisioni di spesa e investimento dei consumatori. Ad esempio, un aumento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (manovra monetaria restrittiva) da parte della BCE, che si traduce in un aumento dei tassi di interesse del mercato monetario, determina una riduzione dei prezzi delle attività finanziarie, una diminuzione della domanda di prestiti e una conseguente tendenza di famiglie ed imprese a limitare consumi ed investimenti; segue una riduzione della domanda aggregata, quindi della produzione, dell'occupazione e potenzialmente dell'inflazione. Anche il contributo delle esportazioni nette (esportazioni al netto delle importazioni) alla domanda aggregata sarà inferiore, in quanto l'aumento del tasso di interesse dell'area euro determina un apprezzamento della moneta per cui le merci prodotte nell'area-euro saranno relativamente più care di quelle prodotte all'estero; ciò comporta un aumento delle importazioni ed una riduzione delle esportazioni.

Il processo opposto si innesca nel caso in cui la BCE decida di ridurre il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (manovra monetaria espansiva).

Nello specifico, gli strumenti convenzionali adottati dalla BCE per influenzare i tassi di interesse, implementando politiche monetarie espansive o restrittive (che rispettivamente aumentano o riducono la quantità di moneta in circolazione) sono: le operazioni di mercato aperto; le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti; le manovre sul coefficiente di riserva obbligatoria (vedi capitolo 1, paragrafi 1.3.1; 1.3.2; 1.3.3).

### **3.3.1 Operazioni di mercato aperto**

#### **3.3.1.1 Operazioni di mercato aperto temporanee**

Cinque tipi di strumenti finanziari sono a disposizione dell'Eurosistema per le sue operazioni di mercato aperto. Lo strumento più importante è l'operazione temporanea, che può essere condotta sotto forma di contratto di vendita con patto di riacquisto o di prestito garantito. L'Eurosistema può inoltre utilizzare operazioni definitive, l'emissione di certificati di debito, le operazioni di swap in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato. Le operazioni di mercato aperto sono avviate dalla BCE, che decide in merito allo strumento, ai termini e alle condizioni. È possibile effettuare operazioni di mercato aperto sulla base di aste standard, aste veloci o procedure bilaterali. A seconda della finalità, regolarità e della procedura, le OMOs si distinguono in:

- Operazioni di rifinanziamento principali (main refinancing operations MRO): sono regolari operazioni temporanee di immissione di liquidità, cioè operazioni di finanziamento, condotte dall'Eurosistema con frequenza settimanale e, normalmente, hanno una scadenza di due settimane. Vengono eseguite in modo decentralizzato dalle banche centrali nazionali sulla base di aste standard e secondo un calendario indicativo pubblicato sul sito web della BCE. Tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di idoneità possono presentare offerte d'asta per tali operazioni. Le MRO svolgono un ruolo chiave nel consentire il raggiungimento degli obiettivi dell'Eurosistema attraverso le operazioni di mercato aperto e, in condizioni normali, garantiscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario.
- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (longer-term refinancing operations LTRO): sono operazioni temporanee di immissione di liquidità con scadenza più lunga rispetto alle operazioni di rifinanziamento principali; le LTRO regolari sono condotte ogni mese dall'Eurosistema sulla base di aste standard in conformità con il calendario indicativo pubblicato sul sito web della BCE ed hanno una scadenza pari a tre mesi. Anche in questo caso, possono accedere all'asta tutte le controparti che soddisfano i criteri generali di idoneità<sup>5</sup>. L'Eurosistema può anche condurre LTRO non regolari, con scadenza superiore a tre mesi, fino a 48 mesi (le più lunghe sono le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, o targeted longer-term refinancing operations TLTRO) che non sono incluse nel calendario indicativo. Tali operazioni vengono attivate per rifinanziare ulteriormente il settore finanziario e rappresentano solo una parte limitata dell'ammontare complessivo del rifinanziamento. Di norma il SEBC non utilizza le LTRO allo scopo di inviare segnali al mercato e, di conseguenza, agisce in modo da non influenzare il tasso di interesse. Per questo motivo le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine vengono di solito condotte attraverso aste a tasso variabile; periodicamente le BCE indica

---

<sup>5</sup>Criteri di idoneità:

- sono controparti ammesse solo le istituzioni assoggettate al regime di riserva obbligatoria del SEBC ai sensi dell'art. 19.1 dello Statuto del SEBC/BCE.
- le controparti devono essere finanziariamente solide. Esse dovranno essere assoggettate, da parte delle autorità nazionali, ad almeno una delle forme di controllo previste nell'ambito della normativa di vigilanza armonizzata UE/ SEE7. Tuttavia, anche le istituzioni finanziariamente solide soggette a forme di vigilanza nazionale non armonizzata, ma similare, potranno essere accettate come controparti.
- le controparti devono soddisfare tutti i
- criteri operativi indicati negli accordi contrattuali o nelle disposizioni regolamentari rilevanti stabiliti dalle rispettive banche centrali nazionali (o dalla BCE)

(Fonte: Banca Centrale Europea)

il volume di finanziamenti che verrà offerto nelle aste successive. In circostanze eccezionali, le LTRO possono essere effettuate anche mediante aste a tasso fisso.

- Operazioni di fine-tuning: sono operazioni temporanee che mirano a regolare la liquidità del mercato e a controllare l'evoluzione dei tassi di interesse, principalmente allo scopo di smorzare gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni inattese della liquidità. Talvolta possono anche assumere la forma di swap in valuta o raccolta di depositi a tempo determinato; essendo operazioni eseguite ad hoc, infatti, gli strumenti, le caratteristiche e le procedure applicati nello svolgimento delle operazioni di fine-tuning sono molto ampi, adeguati agli obiettivi specifici perseguiti a seconda delle situazioni. Possono assumere la forma di operazioni di finanziamento o di assorbimento di liquidità ed hanno scadenza non standardizzata e frequenza non regolare: le operazioni di fine-tuning di finanziamento sono effettuate principalmente mediante aste veloci (sebbene non si escluda il ricorso a procedure bilaterali), mentre le operazioni di fine-tuning di assorbimento della liquidità, di norma, si svolgono attraverso procedure bilaterali. In condizioni normali vengono condotte a livello decentrato dalle singole banche centrali nazionali (in circostanze eccezionali, il consiglio direttivo può decidere che le operazioni bilaterali temporanee di fine tuning vengano effettuate direttamente dalla BCE). A differenza di quanto accade per le MRO e le LTRO, il SEBC può decidere, secondo alcuni criteri specifici, che solo un numero limitato di controparti abbia accesso alle operazioni temporanee di fine-tuning.
- Operazioni strutturali: possono essere effettuate dall'Eurosistema mediante operazioni temporanee, operazioni definitive e l'emissione di certificati di debito. Vengono eseguite ogni qualvolta la BCE desidera regolare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario. Le operazioni strutturali sottoforma di operazioni temporanee e l'emissione di strumenti di debito sono condotte tramite aste standard, quelle sottoforma di operazioni definitive sono condotte mediante procedure bilaterali. Possono avere frequenza regolare o non regolare, hanno scadenza non standardizzata a priori e sono effettuate a livello decentrato dalle singole BCN.

### **3.3.1.2 Operazioni di mercato aperto definitive**

Le operazioni definitive di mercato aperto vengono effettuate esclusivamente per finalità strutturali o di fine-tuning; si tratta di operazioni attraverso le quali la BCE acquista (operazione di finanziamento) o vende (operazione di assorbimento di liquidità) a titolo definito attività stanziabili sul mercato. Vengono

effettuate in conformità alle convenzioni di mercato relative allo strumento di debito oggetto della transazione. Per la loro natura hanno frequenza non standardizzata e sono effettuate mediante procedure bilaterali; normalmente sono condotte a livello decentrato dalle singole banche centrali nazionali (con possibili eccezioni stabilite dal consiglio direttivo) e non presentano restrizioni a priori alla gamma delle controparti che vi possono accedere.

- Emissione di certificati di debito: i certificati di debito sono emessi dalla Banca centrale europea per assorbire liquidità sul mercato, affinché si crei (o venga ampliato) un fabbisogno di liquidità. Rappresentano, giuridicamente, un debito della BCE nei confronti del detentore del certificato stesso, emesso sotto forma di titoli a sconto (cioè sotto la pari) e rimborsato a scadenza al valore nominale. Il differenziale tra valore di emissione e valore di rimborso rappresenta l'interesse maturato per la durata del certificato. Vengono emessi mediante aste standard, regolate a livello decentrato dalle singole BCN, con frequenza regolare o non regolare ed hanno scadenza sempre inferiore a dodici mesi. Possono accedere tutte le controparti che rispondono ai criteri generali di idoneità.
- Operazioni di swap in valuta: vengono effettuate principalmente per finalità di fine-tuning, al fine di regolare le condizioni di liquidità sul mercato e manovrare i tassi di interesse. Si tratta di transazioni nelle quali la BCE vende (o acquista) euro a pronti a fronte di una valuta estera, e contestualmente li riacquista (rivende) a termine ad una data prestabilita. Possono assumere, dunque, la forma di operazioni di assorbimento di liquidità o di finanziamento; sono effettuate mediante procedure bilaterali o aste veloci a livello decentrato, con frequenza regolare o non regolare e hanno scadenza non standardizzata. L'Eurosistema può selezionare, in base a criteri specifici, un numero limitato di controparti che hanno accesso a tali operazioni.
- Raccolta di depositi a tempo determinato: risponde esclusivamente a finalità di fine-tuning, allo scopo di assorbire liquidità dal mercato. Mediante questa operazione l'Eurosistema consente alle controparti di aprire depositi remunerati a tempo determinato presso la Banca centrale nazionale dello Stato membro in cui ha sede la controparte stessa. Tali depositi hanno durata prestabilita e un tasso di interesse fisso (Il tasso di interesse applicato al deposito è un tasso di interesse semplice calcolato in base alla convenzione "giorni effettivi/360"). Sono effettuati normalmente a livello decentrato con aste veloci con frequenza non regolare ed hanno scadenza non standardizzata.

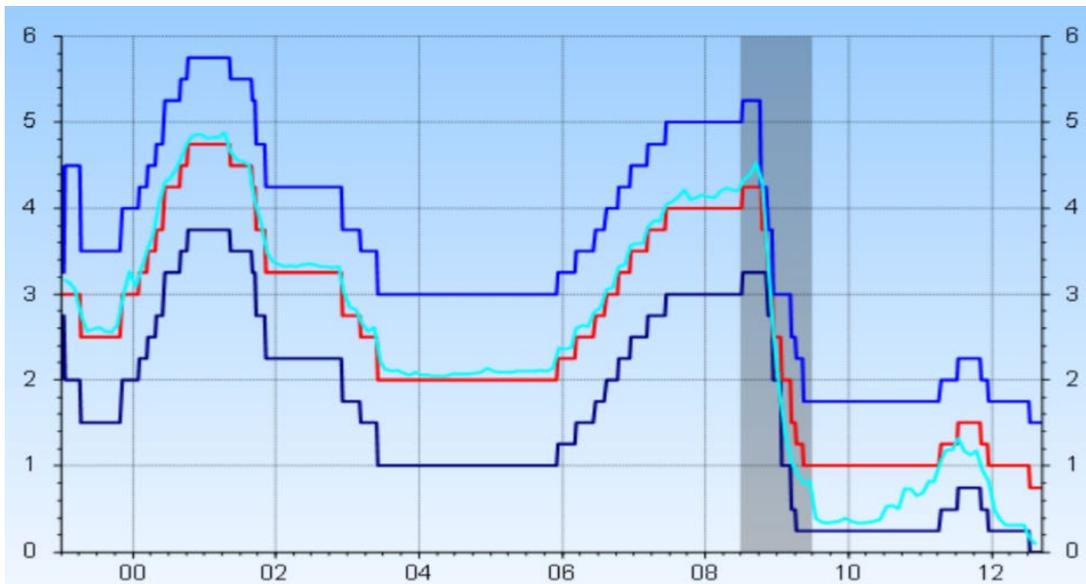
### 3.3.2 Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti.

Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (standing facilities) mirano a fornire o assorbire liquidità overnight, a segnalare l'orientamento della politica monetaria e a vincolare i tassi di interesse del mercato overnight. Due "standing facilities", amministrare in modo decentrato dalle BCN, sono a disposizione delle controparti autorizzate, dietro propria iniziativa:

- Operazioni di rifinanziamento marginale: si tratta di una forma di anticipazione che consente alle banche di ottenere liquidità overnight dalle banche centrali nazionali, potenzialmente per un ammontare illimitato, ad un tasso prefissato di interesse (tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale), a fronte di attività idonee. Il credito concesso attraverso le operazioni di rifinanziamento marginale ha scadenza il giorno successivo. Il tasso di interesse, annunciato preventivamente dal SEBC, è generalmente più elevato del tasso di mercato e rappresenta, in condizioni normali, il limite massimo al tasso overnight. Gli interessi maturati vengono addebitati contestualmente al rimborso del credito.
- Operazioni di deposito presso la banca centrale (deposit facilities): le controparti possono fare ricorso a questo strumento per costituire depositi overnight presso le BCE, remunerati ad un tasso fisso prestabilito. In altre parole, le deposit facilities consentono alle banche di impiegare a brevissima scadenza le eccedenze di liquidità giornaliera ad un tasso garantito minimo, mentre le banche centrali che ricevono tali depositi possono fare fronti ad eventuali carenze di liquidità. Gli interessi maturati vengono accreditati alle controparti contestualmente alla scadenza del deposito. Il tasso sui depositi rappresenta il limite minimo al tasso overnight (normalmente molto più basso del tasso di mercato)

I due tassi ufficiali relativi a questi strumenti costituiscono, quindi, il "corridoio" entro il quale il tasso overnight può muoversi liberamente, in risposta a variazioni nella domanda e nell'offerta di liquidità; il tasso sui depositi presso la BC funziona da "floor" del corridoio dei tassi: poiché possono sempre investire a breve termine presso la banca centrale a questo tasso fisso garantito, nessuna banca ha interesse ad impiegare fondi sull'interbancario overnight a tassi inferiori. Ciò crea una barriera evidente alla discesa dei tassi di mercato al di sotto del limite inferiore del corridoio. Viceversa, dato che le controparti possono sempre accedere al rifinanziamento presso le banche centrali ad un tasso fisso prestabilito, il tasso di rifinanziamento marginale rappresenta il "tetto" di questo corridoio perché nessuna banca imporrà un tasso superiore sui prestiti che concede.

## I TASSI UFFICIALI E L'EURIBOR



- Tasso sulle operazioni di deposito presso la BCE
- Tasso sulle operazioni P/T
- Euribor a una settimana: rappresenta la media dei tassi di mercato ai quali le banche si scambiano la liquidità su un orizzonte temporale di una settimana (equivale all'EONIA, ma quest'ultimo è relativo al mercato overnight).

Fonte: Thomson Reuters Datastream

TABELLA RIASSUNTIVA OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE

Operazioni di politica monetaria	Tipologie di transazioni		Scadenza	Frequenza	Procedura
	Immissione di liquidità	Assorbimento di liquidità			
<b>OPERAZIONI DI MERCATO APERTO</b>					
Operazioni di rifinanziamento principali	• Operazioni temporanee	–	• Due settimane	• Settimanale	• Aste standard
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	• Operazioni temporanee	–	• Tre mesi	• Mensile	• Aste standard
Operazioni di <i>fine-tuning</i>	• Operazioni temporanee • Operazioni di swap in valuta	• Operazioni temporanee • Operazioni di swap in valuta • Raccolta di depositi a tempo determinato	• Non standardizzata	• Non regolare	• Aste veloci • Procedure bilaterali
	• Acquisti definitivi	• Vendite definitive		• Non regolare	• Procedure bilaterali
Operazioni di tipo strutturale	• Operazioni temporanee	• Emissione di certificati di debito	• Standardizzata/ non standardizzata	• Regolare e non regolare	• Aste standard
	• Acquisti definitivi	• Vendite definitive		• Non regolare	• Procedure bilaterali
<b>OPERAZIONI SU INIZIATIVA DELLE CONTROPARTI</b>					
Operazioni di rifinanziamento marginale	• Operazioni temporanee	–	• <i>Overnight</i>	Accesso a discrezione delle controparti	
Depositi presso la banca centrale	–	• Depositi	• <i>Overnight</i>	Accesso a discrezione delle controparti	

Fonte: la politica monetaria unica nella terza fase; Banca Centrale Europea

### 3.3.3 Riserva obbligatoria

La BCE impone agli enti creditizi stabiliti nell'area dell'euro di detenere depositi su conti presso la rispettiva banca centrale nazionale. Queste sono chiamate riserve "minime" o "obbligatorie". Le riserve minime rappresentano una parte integrante del quadro operativo per la politica monetaria nell'area dell'euro. La presenza, nell'assetto operativo, dello strumento della riserva obbligatoria, risponde a due esigenze principali: la creazione o l'ampliamento di un fabbisogno strutturale di liquidità e la stabilizzazione dei tassi di interesse all'interno del mercato monetario.

Per quanto concerne la prima funzione, la presenza della riserva obbligatoria favorisce la creazione o l'ampliamento di un strutturale deficit di liquidità nel sistema bancario, contribuendo all'efficiente funzionamento dell'Eurosistema nell'agire dal lato dell'offerta di liquidità. Infatti, l'esigenza delle

banche di rispondere ad obblighi di riserva aumenta la richiesta di rifinanziamento presso la banca centrale, facilitando, in tal modo, la gestione dei tassi di mercato monetario attraverso le ordinarie operazioni di immissione di liquidità.

Per quanto concerne la seconda funzione, la stabilità dei tassi di interesse è garantita dal fatto che l'adempimento dell'obbligo di riserva avviene in termini di media dei saldi giornalieri calcolati nel periodo di mantenimento (di circa un mese); ciò significa che gli istituti di credito possono attenuare eventuali fluttuazioni giornaliere di liquidità ricorrendo, se necessario, a parte della riserva dovuta e controbilanciando, successivamente, questo utilizzo nello stesso periodo di mantenimento. È possibile mobilitare interamente la riserva: l'obbligo di riserva, quindi, deve essere soddisfatto dalle banche solo in media nel periodo di mantenimento. In particolare, gli istituti di credito sono incentivati a prendere a prestito sul mercato e mantenere una posizione di surplus (rispetto alla media) di riserva nel caso in cui i tassi correnti siano inferiori di quelli futuri attesi; viceversa, se i tassi correnti sono superiori di quelli attesi per la rimanente parte del periodo di mantenimento, le banche avranno convenienza ad impiegare le riserve sul mercato. Grazie a questo "arbitraggio intertemporale" il tasso overnight resta stabile durante il periodo di mantenimento e non sono necessari frequenti interventi della banca centrale sul mercato monetario.

Sono soggetti all'obbligo di riserva tutti gli istituti di credito situati negli stati membri, comprese le filiali europee di istituti non residenti nell'area dell'euro. La riserva dovuta da ciascuna istituzione è determinata in relazione agli elementi del suo bilancio: il coefficiente di riserva sulle passività soggette, inizialmente pari al 2%, è stato dimezzato nel 2011, in un contesto di grande volatilità e di alta rischiosità dei mercati finanziari, per alleggerire i già pesanti oneri a carico del sistema bancario nell'area dell'euro. Per passività soggette si intendono: depositi a vista, depositi rimborsabili con preavviso o con scadenza fino a due anni, titoli di debito e titoli del mercato monetario con scadenza fino a due anni.

La riserva obbligatoria è remunerata ad un tasso calcolato come media ponderata dei tassi delle operazioni di rifinanziamento principale effettuate nel periodo di mantenimento.

## **3.4 Politica monetaria della BCE prime del quantitative easing**

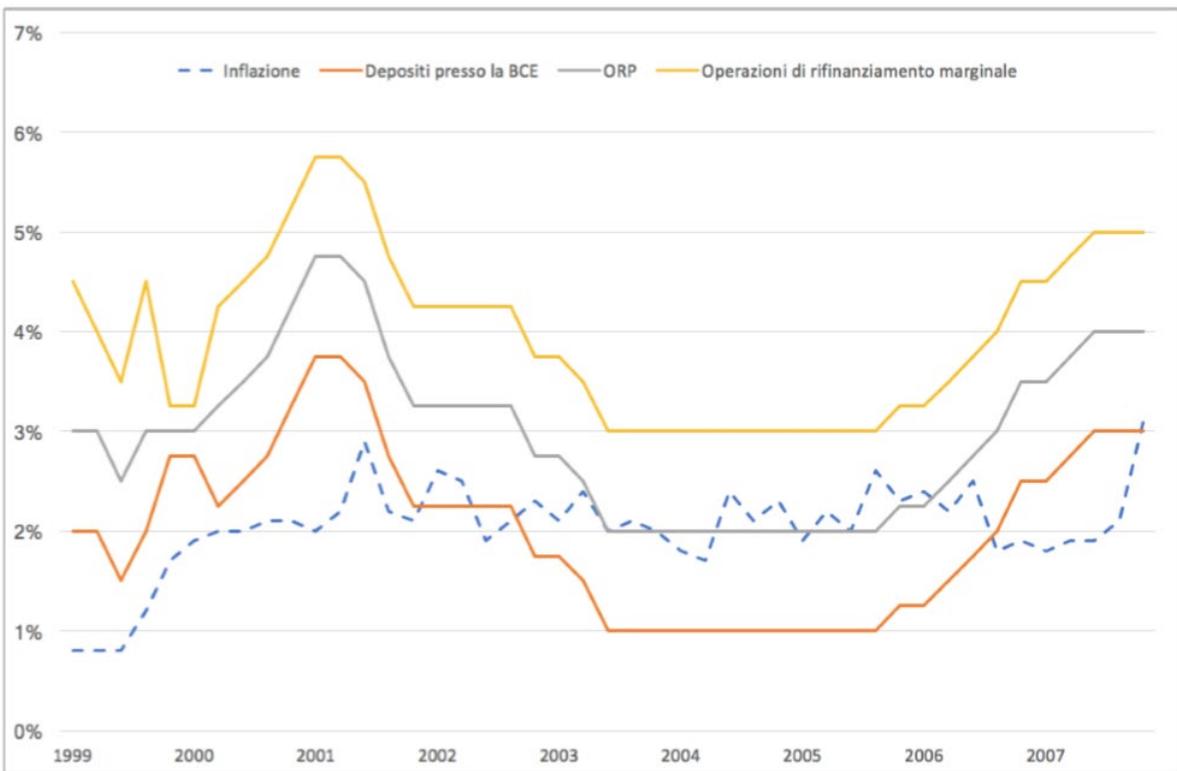
### **3.4.1 Politica monetaria prima del 2007**

Tra il 1999, anno di adozione della moneta unica, e il 2009, che ha visto l'inizio della crisi finanziaria globale, la BCE ha cercato di rispettare il suo mandato assicurando la stabilità dei prezzi attraverso l'implementazione di strumenti di politica monetaria convenzionale; in particolare ha perseguito il suo obiettivo mediante l'aumento e la riduzione dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale. Per quanto concerne l'indirizzo impresso dalla politica monetaria in questo periodo precrisi, possiamo distinguere in linea di massima cinque periodi.

- All'inizio del 1999, una serie di andamenti già adottati l'anno precedente nei singoli paesi aderenti all'area dell'euro, aveva accresciuto il rischio al ribasso dei prezzi; per contrastare le pressioni inflazionistiche al ribasso nel contesto della transizione verso l'Unione monetaria, il Consiglio direttivo decise nell'aprile 1999 di abbassare il tasso fisso applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dal 3 al 2,5%.
- Fra il 1999 e la fine del 2000, le spinte inflazionistiche si intensificarono gradualmente (l'inflazione aumentò dall'1% ad oltre il 2%), alimentate dalla forte crescita economica e dall'indebolimento del tasso di cambio dell'euro; in questo contesto il tasso di interesse sulle MRO fu progressivamente innalzato di 225 punti base, fino a raggiungere il 4,75%.
- Dopo una fase di segnali contrastanti, nella primavera del 2001 furono sempre più evidenti segnali di un imminente allentamento delle spinte inflazionistiche; i fattori determinanti sono da individuare in una modesta crescita economica e in un progressivo apprezzamento dell'euro, dovuti principalmente agli aggiustamenti nei mercati finanziari in seguito alla crisi della New Economy e all'incertezza geopolitica conseguente agli attentati terroristici dell'11 settembre. Per rispondere a questi sviluppi, tra maggio 2001 e giugno 2003, il Consiglio direttivo decise il taglio dei tassi di interesse di riferimento, per un totale di 275 punti base.
- Gli interventi adottati dalla BCE sono stati efficaci nel contenere le pressioni sui prezzi: tra il 2003 e il 2005 i tassi di interesse sono rimasti sostanzialmente invariati.
- Tra l'inizio del 2006 e fino alla metà del 2007, allo scoppio della crisi finanziaria globale, per contrastare la spinta inflazionistica dovuta alla crescita e all'espansione dell'offerta di moneta nell'area dell'euro, il Consiglio alzò i tassi di interesse dal 2% al 4,25%.

Nel complesso, in questa fase del suo operato, la politica monetaria adottata dalla BCE ha avuto gli effetti sperati, riuscendo a garantire una relativa stabilità economia e finanziaria: la stabilità dei prezzi era piuttosto assicurata in quanto, anche se si registravano periodi in cui l'inflazione superava la soglia del 2%, essa non superava mai la soglia del 3%, né tantomeno scendeva sotto lo 0%.

### VARIAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE E DELL'INFLAZIONE PRIMA DEL 2007



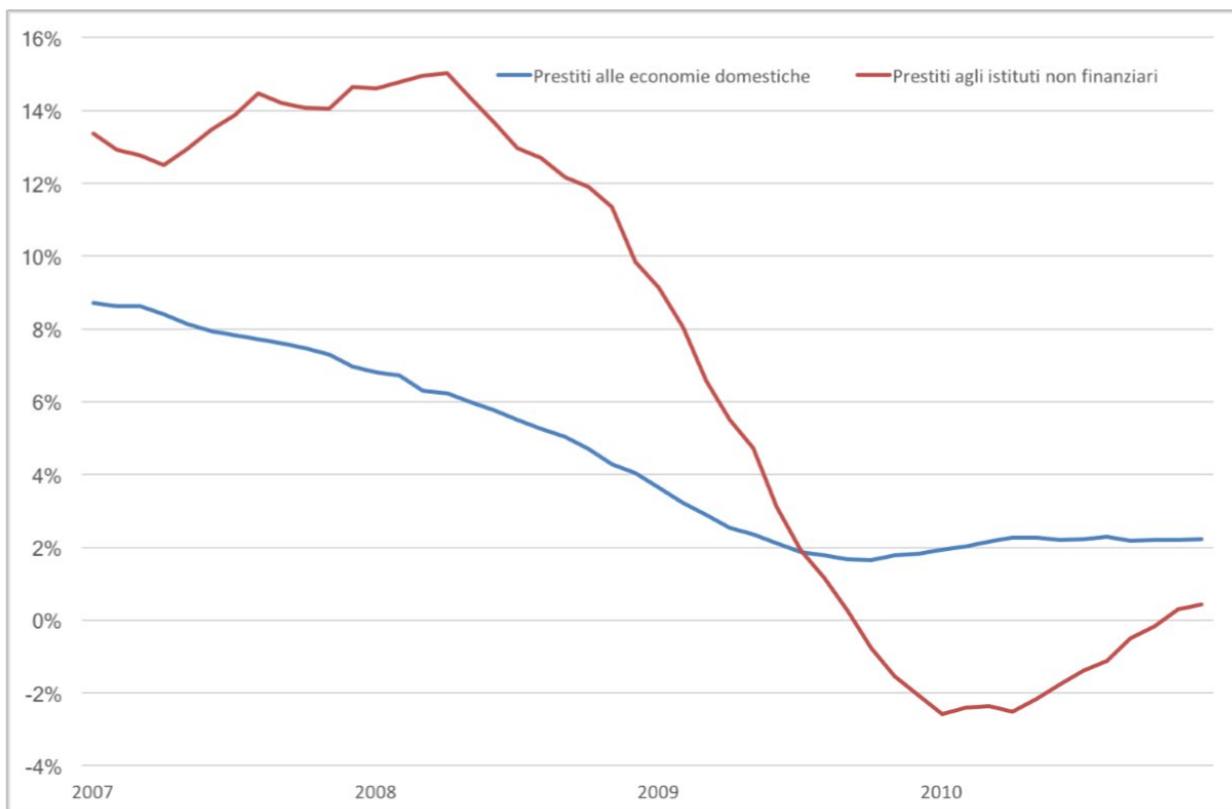
Fonte: European central bank

### 3.4.2 Limiti degli strumenti convenzionali di fronte alla crisi del 2007

La crisi che a partire dall'agosto del 2007 ha duramente colpito il sistema economico e finanziario americano prima, e globale poi, ha evidenziato i limiti delle politiche convenzionali adottate fino ad allora dalla Banca centrale europea, rendendole inefficaci nei loro intenti, ed ha introdotto la necessità di implementare misure aggiuntive non convenzionali.

Il fallimento della banca americana Lehman Brother nel 2008 ha innescato una serie di conseguenze negative sul settore bancario della zona dell'euro: diverse banche degli stati membri presentavano nel proprio bilancio esposizioni notevoli nel mercato immobiliare americano ed hanno, dunque, subito perdite notevoli a seguito dello scoppio della bolla immobiliare. Il finanziamento bancario in gran parte dell'area dell'euro ha iniziato a risentirne: nonostante la progressiva diminuzione dei tassi di interesse da parte della BCE, iniziata dal 2007, le banche degli stati membri incontravano difficoltà a finanziarsi presso di essa e, conseguentemente, hanno ridotto l'offerta di crediti. I prestiti da parte degli istituti finanziari alle economie domestiche e agli istituti non finanziari sono, infatti, diminuiti repentinamente.

#### TASSI DI CRESCITA (ANNUALI) DEI PRESTITI NELL'AREA DELL'EURO DA PARTE DEGLI ISTITUTI FINANZIARI



Fonte: euro area statistics, 2017

Minori prestiti si sono tradotti in consumi ed investimenti ridotti da parte di famiglie ed imprese, con un impatto finale negativo sul livello di produzione e dei prezzi. La BCE si è dunque trovata ad affrontare una sorta di trappola della liquidità in cui, a causa di un parziale blocco nel canale di trasmissione dell'offerta dei crediti, la riduzione dei tassi di interesse (ormai prossimi allo zero) e la conseguente immissione di liquidità, non producevano alcun effetto su produzione e livello dei prezzi.

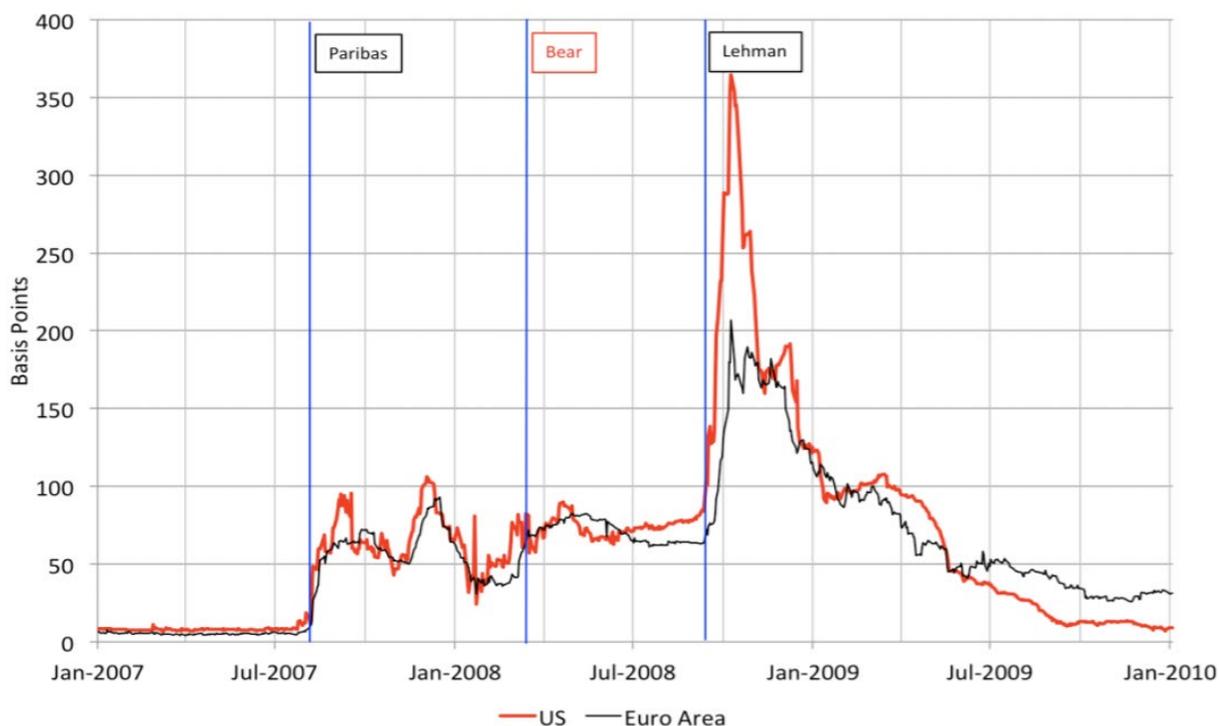
Inoltre, a partire dal 2008 l'euro ha iniziato un progressivo deprezzamento rispetto ad alcune delle principali valute. Dal punto di vista macroeconomico, il deprezzamento della propria valuta rende i beni nazionali relativamente più economici, mentre aumenta il prezzo relativo dei beni esteri; questo, in teoria, comporta un aumento delle esportazioni ed una riduzione delle importazioni, con un conseguente miglioramento della bilancia commerciale di cui dovrebbe beneficiare anche il Pil (essendo la bilancia commerciale una componente del Pil). Tuttavia, vista la grande divergenza tra le varie economie dei paesi membri dell'area dell'euro, non tutti i paesi hanno beneficiato allo stesso modo del deprezzamento della valuta; infatti, se i paesi economicamente più forti e con meno problemi relativi al debito pubblico, come la Germania, hanno visto la loro bilancia commerciale costantemente in attivo, Portogallo, Spagna, Grecia, Italia e Irlanda (PIIGS), al contrario sono stati penalizzati dall'indebolimento della moneta unica e le loro bilance commerciali, che si presentavano già con un notevole indebitamento pubblico, hanno fatto registrare saldi stabilmente negativi. Il deprezzamento ha, in sostanza, amplificato le disparità già esistenti tra gli stati membri ed ha infierito ulteriormente sui conti pubblici dei paesi implicati nella crisi del debito sovrano.

Con il termine "debito sovrano" ci si riferisce alle obbligazioni vendute dallo stato ad altri paesi o alla liquidità "presa in prestito da questi ultimi per soddisfare la spesa pubblica. Si ricorre a tale misura quando il paese ha una crescita economica molto lenta non riuscendo ad incrementare il reddito; la liquidità ricevuta deve essere successivamente restituita con gli interessi. Dalla fine del 2009, alcuni stati membri dell'Eurozona, principalmente meridionali, hanno iniziato a non essere più in grado di rimborsare il debito pubblico nazionale o di finanziare il salvataggio di settori finanziari in difficoltà senza l'assistenza di terzi. Si apre, così, la cosiddetta "crisi del debito sovrano".

Lo spread fra euribor ed overnight index swap a tre mesi (OIS), parametro usato comunemente per calcolare l'intensità della crisi, aumentò vertiginosamente: l'Euribor (Euro Interbank Offered Rate) incorpora il tasso privo di rischio, il premio per la liquidità e per il rischio di controparte, mentre l'OIS rappresenta il tasso privo di rischio; lo spread euribor/OIS riflette, dunque, la portata del rischio di

liquidità e di insolvenza. In condizioni ordinarie, tale differenza oscillava intorno ai 10 punti base, ma il 10 ottobre 2008, poche settimane dopo il fallimento dei Lehman Brothers, raggiunse il record di 198 punti base, manifestando apertamente la percezione di un forte rischio di controparte e la perdita di fiducia tra gli agenti del mercato, paralizzando in questo modo il mercato interbancario.

SPREAD EURIBOR-OIS (A TRE MESI), LIBOR-OIS (A TRE MESI)



Fonte: Cecchetti, Schoenholtz, 2018

La difficoltà affrontate dai diversi paesi dell'area dell'euro hanno di fatto minato all'obiettivo della stabilità dei prezzi. L'inflazione, registrata attraverso l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) ha avuto un andamento altalenante: aumenta fino a raggiungere il 4,1% nel momento dello scoppio della crisi finanziaria, per poi crollare e culminare anche in periodi di deflazione, con il picco minimo raggiunto nel 2009 (-0,7%).

### INFLAZIONE NELLA ZONA DELL'EURO



Fonte: trading economics

Nonostante abbia fatto fortemente leva sulla politica monetaria, abbassando i tassi fino allo 0% e, in alcuni casi anche a livelli inferiori, la BCE non è stata in grado di far fronte a questa situazione di instabilità economica e finanziaria attraverso i suoi strumenti convenzionali. Per salvaguardare l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi ed assicurare un appropriato meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie, la Banca centrale europea ha quindi introdotto, complementariamente agli strumenti tradizionali, una serie di misure non convenzionali.

### **3.4.3 Misure non convenzionali in risposta alla crisi del 2007**

Dal punto di vista delle strategie non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE, il periodo 2008-2016 può essere, a sua volta, suddiviso in due sotto-periodi: dal 2008 al 2012, periodo in cui, sotto la guida del presidente della Banca centrale Jean-Claude Trichet, l'utilizzo degli strumenti non convenzionali fu tutto sommato limitato; dal 2012 al 2016, caratterizzato dall'insediamento di Mario Draghi che ha fatto un largo utilizzo delle politiche monetarie non convenzionali.

Le prime misure non convenzionali adottate dalla BCE sono state introdotte nel contesto dell'”enhanced credit support”: tali misure, introdotte da Trichet, si focalizzavano sul miglioramento delle condizioni di finanziamento per le banche, allo scopo di consentire a queste ultime di concedere più facilmente crediti verso l'economia reale. Come le definì lo stesso presidente, si trattava delle “prime misure adottate per migliorare il flusso di credito oltre ciò che poteva essere raggiunto unicamente con la riduzione dei tassi”. Solo a partire dal 2014 è stato introdotto l'Expanded asset purchase programme (EAPP) che dal 2015 ha dato il via al vero e proprio Quantitative Easing. La BCE è ricorsa all'allentamento quantitativo in ritardo rispetto alle altre banche centrali: la BoJ avviò il programma già nel lontano 2001 per contrastare un lungo periodo di deflazione, mentre la Fed e la BoE rispettivamente nel 2008 e nel 2009, per contrastare gli effetti della crisi finanziaria. Questo perché la BCE ritiene che in Europa il settore creditizio rivesta una centralità maggiore rispetto al mercato finanziario (mercato dei titoli) per cui la trasmissione della politica monetaria nell'Eurozona deve rivolgersi innanzitutto a questo settore (la situazione opposta si presenta, invece, negli Stati Uniti, dove la Fed guarda al mercato dei titoli come principale fonte di finanziamento delle imprese). Per questa ragione la banca centrale europea considera l'insieme delle misure straordinarie adottate come complementari alla politica del tasso di interesse a breve e alla trasmissione di tale politica all'insieme dei tassi.

Rientrano nell'”Enhanced credit support” una serie di programmi di acquisto orientati a garantire liquidità al sistema bancario a bassi tassi di interesse e per periodi più lunghi del solito, in modo da rassicurare il pubblico sulla solvibilità degli istituti di credito, far ridurre i tassi di interesse nel mercato interbancario e ripristinare le condizioni per la ripresa del credito a imprese e famiglie. A tali manovre si affiancava il taglio del tasso di interesse sulle MRO, che passava dal 4,25% dell'ottobre 2008, all'1% del maggio 2009.

Il primo programma di acquisto da parte della BCE è il Covered bond purchase programme 1 (CBPP1), seguito dal Securities Markets Programme (SMP) e dal Covered bond purchase programme 2 (CBPP2), svolti tra il 2009 e il 2012.

Il CBPP1 consiste in un programma di acquisto di obbligazioni garantite (covered bond), implementato dalla BCE tra il 2009 e il 2010. Per obbligazione garantita si intende “un’obbligazione bancaria caratterizzata da un profilo di rischio molto basso e da un’elevata liquidità” (Borsa Italiana, settembre 2007), che corrisponde a rendimenti minori rispetto ai titoli obbligazionari non garantiti. La bassa rischiosità del titolo è dovuta al fatto che l’emittente pone su una parte delle sue attività fruttifere un vincolo di destinazione alla remunerazione del bond; questi titoli godono dunque di una doppia garanzia data dalle attività vincolate e dalla solvibilità della banca (pur essendo emesse tramite cartolarizzazione, rappresentano comunque una passività della banca e non della società veicolo). Lo scopo di questo programma era di supportare il mercato di questi strumenti, fondamentali per garantire alle banche liquidità a basso costo. Nonostante per la prima volta la BCE si cimentava nell’acquisto di attività a titolo definitivo, intervenendo sia sul mercato primario che secondario, non possiamo parlare ancora di quantitative easing a causa delle dimensioni limitate di questo programma: prevedeva, infatti, l’acquisto di titoli per 60 miliardi di euro per la durata di un anno. Al termine previsto, nel giugno 2010, la BCE decise di detenere fino alla scadenza le obbligazioni acquistate (ad aprile 2015 ammontavano a 25 miliardi). Si trattò, in conclusione, di un programma mirato a stimolare e stabilizzare un segmento specifico del mercato finanziario, che non ampliò sostanzialmente il bilancio della banca centrale europea.

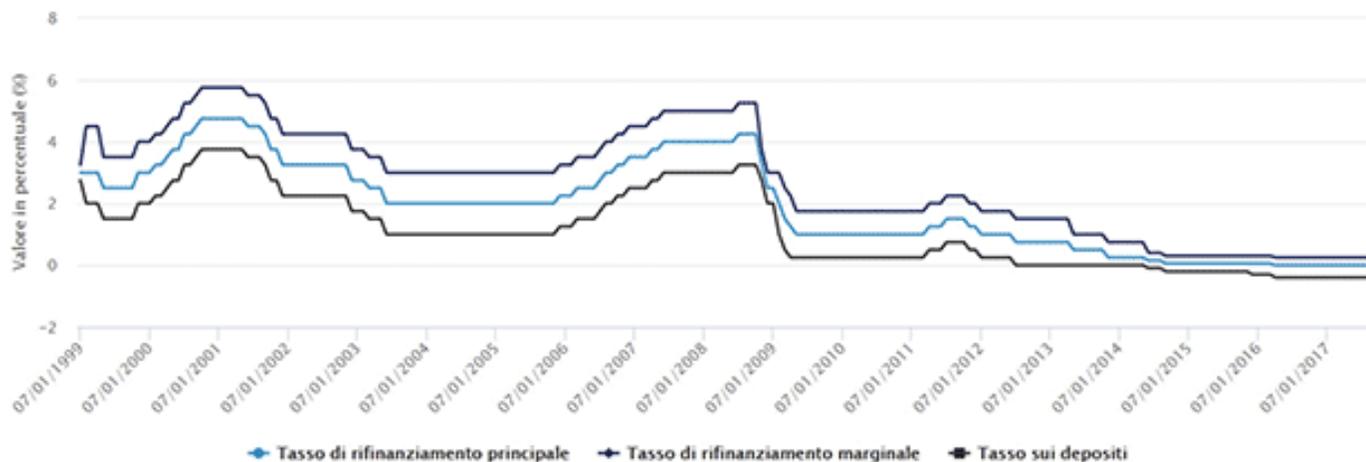
Con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani nel 2010, il funzionamento del mercato secondario dei titoli di stato fu seriamente compromesso: a seguito del caso greco di occultamento della reale situazione dei conti pubblici, ben più grave di quanto mostrato fino ad allora, il rischio di insolvenza da parte degli stati dell’area dell’euro maggiormente indebitati (PIIGS) divenne più reale e ciò determinò un repentino crollo della fiducia da parte degli investitori sulla solvibilità dei debiti di questi paesi. Il premio per il rischio richiesto dagli investitori aumentò notevolmente e, di conseguenza, si incrementò anche il rendimento dei titoli di questi paesi. Per frenare l’aumento degli spread sui titoli dei paesi colpiti dalla crisi dei debiti sovrani e risolvere le disfunzioni che aveva determinato nei mercati obbligazionari, e, di riflesso, nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria, il 10 maggio 2010 la BCE introdusse il Securities Market Programme (SMP): tale programma prevedeva l’acquisto dei titoli di stato e di istituti statali, rivolto ai paesi fortemente indebitati. Al suo culmine, raggiunse acquisti per un totale di 218 miliardi e terminò a settembre 2012, in anticipo rispetto alla data ufficiale prevista, a causa dell’opposizione di

alcuni paesi, come la Germania, che ritenevano questa misura un sussidio nei confronti degli stati fiscalmente in difficoltà. Seppure le dimensioni dell'SMP siano state notevoli, la base monetaria della BCE non ha subito modifiche in quanto tutti gli acquisti effettuati sono stati sterilizzati da operazioni di assorbimento di liquidità per lo stesso ammontare; anche questo, dunque, non rappresenta un caso di quantitative easing. La reazione dei mercati fu positiva e, dopo un'inversione di tendenza nell'estate del 2011 in cui la crisi dei debiti pubblici di Italia e Spagna si riacutizzò, il programma riuscì a garantire una riduzione dei rendimenti dei titoli e il conseguente alleggerimento dei deficit pubblici dei paesi coinvolti nella crisi.

Un secondo piano di acquisto di obbligazioni garantite, CBPP2, fu lanciato nel novembre 2011, in seguito al cambio di presidenza in favore del già governatore della Banca d'Italia Mario Draghi. Così come per il CBPP1, anche in questo caso lo scopo della manovra fu di migliorare le condizioni di rifinanziamento per le banche ed incoraggiarle a mantenere ed espandere l'erogazione del credito al pubblico. Il valore finale degli acquisti, terminati il 31 ottobre del 2012, fu pari a 16,4 miliardi di euro, ed anche in questo caso la BCE decise di detenere i titoli fino a scadenza.

La situazione del mercato monetario e finanziario europeo alla fine del 2011 era ancora complessa e la BCE decise di intervenire, parallelamente ai programmi di acquisto di titoli, annunciando nel dicembre 2011 due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) con scadenza speciale a 36 mesi e l'opzione di rimborso dopo un anno, al fine di favorire l'erogazione di credito a basso costo e a lunga scadenza per le banche. La prima tranche avvenne il 21 dicembre 2011 e vide coinvolte 500 banche che chiesero rifinanziamenti per circa 490 milioni di euro; una seconda fase venne implementata a febbraio 2012, con la partecipazione di 800 banche ed un esborso di circa 530 milioni di euro. Per stimolare ulteriormente l'economia, la BCE contemporaneamente ridusse il coefficiente sulle riserve obbligatorie (dal 2 all'1%) e annunciò un nuovo taglio dei tassi di 25 punti base: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale scese al di sotto della soglia dell'1%, toccando lo 0,75%, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale si assestò all'1,5% e il tasso sui depositi al significativo 0%, il che significava che le banche non sarebbero state più remunerate per la liquidità in eccesso detenuta come riserva presso la banca centrale.

## CORRIDOIO UFFICIALE DEI TASSI DI INTERESSE STABILITI DALLA BCE



Fonte: FamilyBanker “Come le banche centrali influenzano i tassi interbancari”

Il 26 luglio del 2012, nel mezzo dei rinnovati timori sulla crisi dei debiti sovrani in Europa dovuta a livelli di spread elevatissimi in alcuni paesi, il rischio default della Grecia ed un generale Euroscetticismo, Mario Draghi dichiarò, durante la Global Investment Conference a Londra, che la BCE era pronta a fare tutto il possibile per preservare l'euro (“...is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”). Le parole di Draghi divennero emblematiche e diedero avvio ad un pacchetto di misure fiscali e monetarie volte a salvaguardare il potere dell'euro e a difendere l'Eurozona dalla crisi economica. In quel determinato momento storico, infatti, era fondamentale che i paesi maggiormente indebitati riacquistassero fiducia all'interno dei mercati, al fine di evitare che la situazione di confusione ed instabilità generale degenerasse creando danni irreversibili all'intero sistema economico europeo. Gli effetti delle parole di Draghi furono da subito evidenti: gli operatori economici, convinti da quella determinatezza e credibilità che risulta fondamentale per qualsiasi decisione di politica monetaria adottata da una banca centrale, mutarono le loro scelte di investimento e gli spread tornarono a livelli sostenibili.

L'impegno assunto formalmente da Mario Draghi trovò riscontro pratico con il piano di Outright Monetary Transactions (OMTs), annunciato il 6 settembre 2012 dalla BCE e anche denominato “piano anti spread” o “piano salva euro”, che contestualmente pose fine al Securities Market Program. L'OMT,

così come il programma precedente, aveva come obiettivo finale la stabilità dei canali di trasmissione di politica monetaria e l'attuazione di una politica monetaria unica per tutta l'area dell'euro. A differenza del SMP, che aveva una durata prestabilita, il "piano salva euro" deciso dalla BCE non prevedeva limiti di tempo o di dimensioni ex ante: si trattava di un programma di acquisti di obbligazioni pubbliche sui mercati secondari senza limiti quantitativi prestabiliti, indirizzato ai titoli con breve scadenza, da 1 a 3 anni. L'accesso a tale programma era concesso agli stati in difficoltà economico-finanziaria che avessero preventivamente richiesto aiuto allo European Financial Stability Facility (EFSF) o allo European Stability Mechanism (ESM), due istituti creati dall'Unione Europea allo scopo di salvaguardare la stabilità finanziaria dell'Eurozona. Anche in questo caso la liquidità immessa nel mercato sarebbe stata drenata attraverso operazioni di assorbimento di pari ammontare, ma la differenza consisteva nel fatto che l'Eurosistema si sarebbe comportato alla stregua di un qualsiasi creditore privato, rinunciando così alla priorità nel rimborso delle obbligazioni. Ad oggi, soprattutto a causa dell'opposizione di diversi stati che hanno definito questa misura al di là dei limiti del mandato della BCE, l'OMT non è mai stato effettivamente implementato. Tuttavia, si ritiene che il suo annuncio (insieme al discorso sul "whatever it takes") abbia contribuito in modo significativo a stabilizzare i mercati finanziari e a porre fine alla crisi del debito sovrano.

Sebbene la crisi del debito sovrano fosse stata quasi risolta entro il 2014, la crescita del Pil nell'area dell'euro era molto bassa, incidendo negativamente sull'inflazione, e il rischio di una deflazione era sempre più concreto. In risposta a questa minaccia, il 4 giugno 2014 la BCE introdusse, le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO Targeted Longer-Term Refinancing Operations), finalizzate a sostenere l'erogazione del credito bancario all'economia reale. Sono delle operazioni dell'Eurosistema che forniscono finanziamenti agli istituti di credito per periodi fino a quattro anni a condizioni favorevoli, in modo che gli istituti di credito possano, a loro volta, concedere prestiti a condizioni più favorevoli al settore privato e stimolare quindi i prestiti dalle banche all'economia reale. Le TLTRO condotte fino a marzo 2017 sono state avviate in due distinti programmi: TLTRO-I (annunciato a giugno 2014) composto da 8 aste, e TLTRO-II, annunciato a marzo 2016, e composto da 4 aste. La particolarità di queste operazioni sta nel fatto che il finanziamento ottenibile da ciascuna banca dipendeva dall'ammontare dei prestiti che questa aveva erogato a società non finanziarie e famiglie.

Contestualmente all'implementazione di queste operazioni, il 4 settembre 2014 la BCE annunciò il lancio di due programmi di acquisto di obbligazioni: un ulteriore programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) e un programma di acquisto di titoli garantiti da attività (Asset-Backed Securities

Purchase Programme ABSPP). Il primo ha avuto inizio alla fine di ottobre, con una durata prevista di almeno due anni e un ritmo di acquisti di covered bond per oltre 10 miliardi di euro al mese; il secondo è partito il 21 novembre, anch'esso con una durata prevista di almeno due anni, ma dimensioni molto ridotte, con acquisti al ritmo di circa 1 miliardo al mese.

CBPP3, ABSPP e le TLTROs costituiscono nel complesso una politica molto espansiva da parte della banca centrale europea, ampliandone notevolmente il bilancio. Tuttavia, gli acquisti di ABS e covered bond coinvolgevano solo determinati settori del mercato e non avevano la portata necessaria per incidere notevolmente al ribasso sui tassi di interesse di breve e lungo termine. L'obiettivo statutario della BCE di un valore dell'IAPC prossimo al 2% rischiava di essere nuovamente mancato: nel 2014, infatti, l'inflazione nell'Eurozona era pari allo 0,4% e in alcuni paesi aveva toccato anche livelli negativi (-1,4% in Grecia, -0,2% in Spagna, -0,2% in Portogallo). Alla già stagnante situazione economica si aggiungeva un forte deprezzamento del petrolio che spingeva i prezzi e le aspettative di inflazione ulteriormente al ribasso.

Di fronte a questa situazione l'adozione di un vero e proprio programma di quantitative easing, indirizzato all'acquisto massiccio di titoli di stato, sembrava l'unica soluzione per risollevare le sorti dell'economia dell'Eurozona, visti anche i primi segnali positivi dello stesso tipo di programma che arrivavano da Stati Uniti, Giappone e Regno Unito.

### **3.5 Il quantitative easing della BCE**

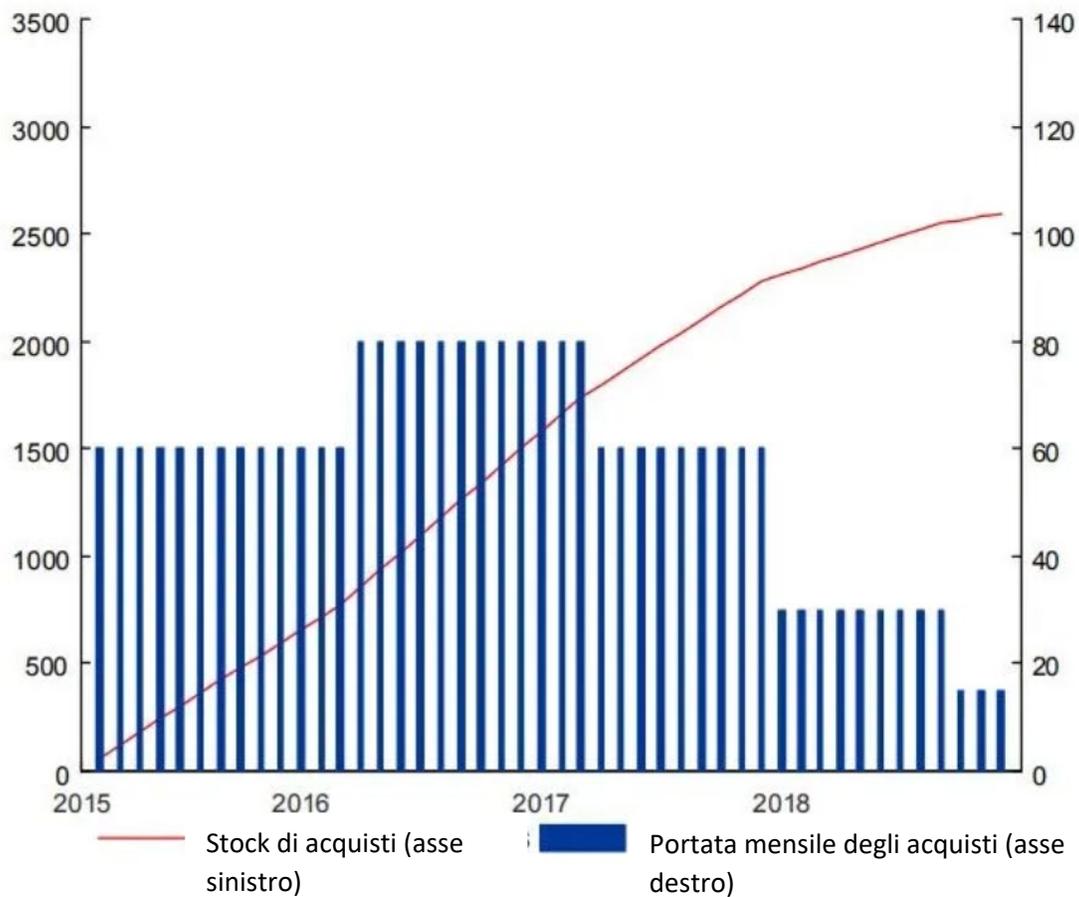
Il 22 gennaio 2015, la BCE annunciò l'estensione dei due programmi di acquisto precedenti, questa volta indirizzati ai titoli di stato e questa volta di grande entità, all'interno del Public Sector Purchase Programme. (PSPP). Con l'avvio di questa operazione, unita al CBPP3 e all'ABSPP, il 9 marzo 2015 ha avuto inizio il Quantitative easing della BCE. Come è noto, attraverso tale programma la Banca centrale immette liquidità nel sistema finanziario con operazioni di mercato aperto, tramite l'acquisto di titoli pubblici e privati, al fine di ripristinare il canale del credito dalle banche all'economia reale e fronteggiare i rischi di deflazione, riportando il tasso di inflazione verso il target del 2%.

I tre programmi di acquisto a titolo definitivo sono stati riuniti dalla BCE sotto la denominazione di Expanded Asset Purchase Programme (EAPP). La prima fase del QE prevedeva acquisti mensili di 60 miliardi di euro, diretti prevalentemente ai titoli pubblici (90% circa), ma in parte anche a titoli emessi da istituzioni europee e da agenzie situate nell'area dell'euro. La distribuzione degli acquisti tra i vari Paesi dell'Eurozona era proporzionata alla percentuale di capitale sociale della BCE detenuto dalle banche centrali nazionali (cosiddetta capital key). A dicembre del 2015 la BCE ha approvato la seconda fase del QE, che prevedeva l'estensione degli acquisti per altri sei mesi, a parità di "portata" dello stimolo, indirizzati questa volta anche ai titoli emessi dagli enti locali. Questo programma è durato fino a marzo del 2016 quando la BCE ha sorpreso i mercati con una serie di decisioni senza precedenti: il tasso di rifinanziamento fu abbassato fino a toccare lo 0% e il tasso sui depositi presso la banca centrale, già negativo, fu ulteriormente ridotto al -0,4% (ciò significa che le banche pagavano per detenere la propria liquidità in eccesso presso la banca centrale). Nella stessa occasione, l'ammontare mensile dell'acquisto di titoli fu ampliato da 60 a 80 miliardi di euro, estesi anche a titoli non governativi, emessi da società private non bancarie (aventi rating superiore a BBB-). Da aprile 2017 il programma è stato riportato a 60 miliardi di euro di acquisti al mese, dimezzati a 30 miliardi da gennaio del 2018. Nei mesi di ottobre, novembre e dicembre 2018, gli acquisti netti mensili sono stati di 15 miliardi di euro al mese. Le operazioni di acquisto si sono concluse il 31 dicembre 2018, mentre veniva confermato il livello dei tassi di interesse: il tasso principale restava fermo allo 0%, quello sui prestiti marginali allo 0,25% e quello sui depositi a -0,4%.

Il governatore della BCE, Mario Draghi, aveva assicurato fin da subito che la politica monetaria sarebbe rimasta sufficientemente accomodante da sostenere la dinamica dei prezzi, rimarcando come la BCE avrebbe continuato a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza durante il programma "dopo

la conclusione degli acquisti netti di attività e dopo la data del primo aumento dei tassi, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario”. Possiamo definire quindi la fine del QE come una fine “a metà”: la BCE termina gli acquisti netti, cioè smette di accrescere il proprio bilancio comprando titoli sul mercato secondario, ma continua a reinvestire i proventi dal rimborso dei titoli già acquistati. In questo modo non smette di svolgere la sua funzione di iniettore di liquidità nell’Eurozona, ma riduce la portata dei suoi interventi.

### PORTATA DEL QUANTITATIVE EASING NELL’AREA EURO (in mld di euro)



Fonte: BCE

L'acquisto da parte della Banca centrale europea di titoli di stato, obbligazioni garantite ed altre attività private o pubbliche allo scopo di migliorare le condizioni di liquidità delle banche e, di conseguenza, l'economia reale, non avviene in modo indiscriminato, ma presenta una serie di limiti: in primo luogo, i titoli vengono acquistati sul mercato secondario dalle BCN per un ammontare non superiore al 25% di ogni emissione; in secondo luogo, la BCE non può acquistare una quantità di titoli di stato pari al più del 50% del debito pubblico di ogni singolo paese; infine, in caso di perdita, la condivisione dei rischi con la BCE è limitata al 20% dei titoli acquistati.

### 3.5.1 Effetti del QE

Come da aspettative, gli effetti più evidente del quantitative easing si sono riscontrati sul mercato dei titoli di stato e sui tassi di finanziamento.

- Riduzione degli spread: in generale, il massiccio programma di acquisto introdotto nel 2015 ha avuto un impatto positivo sugli spread dei titoli sovrani in Europa, permettendo una convergenza nei rendimenti dei titoli dei paesi maggiormente indebitati e quindi instabili, e i paesi più virtuosi (Germania in particolare).

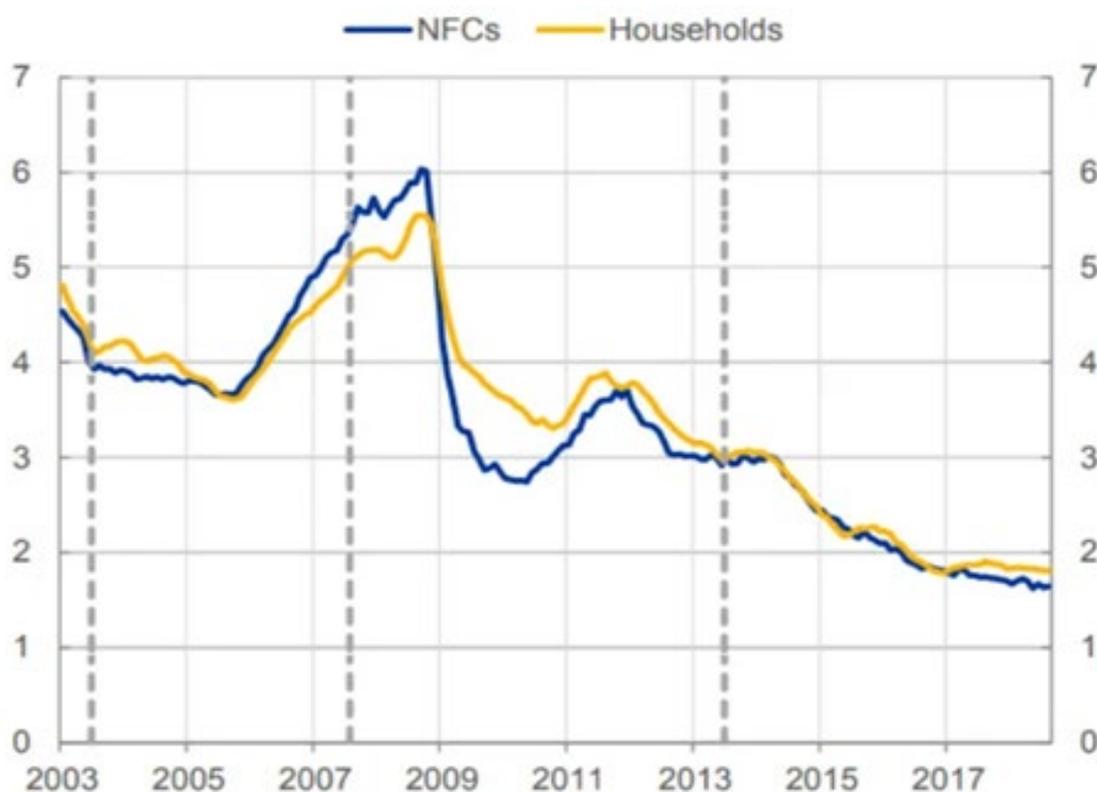
#### CONFRONTO TRA RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO DI GERMANIA ITALIA PORTOGALLO E SPAGNA



Fonte: Kovfin

- Riduzione dei tassi di interesse: con l'immissione di un'ingente quantità di liquidità da parte della Banca centrale europea, il costo del denaro per famiglie e imprese è visibilmente ridotto. Abbassando il costo dei finanziamenti bancari, la BCE ha incoraggiato la concessione di prestiti a famiglie e imprese nella zona euro.

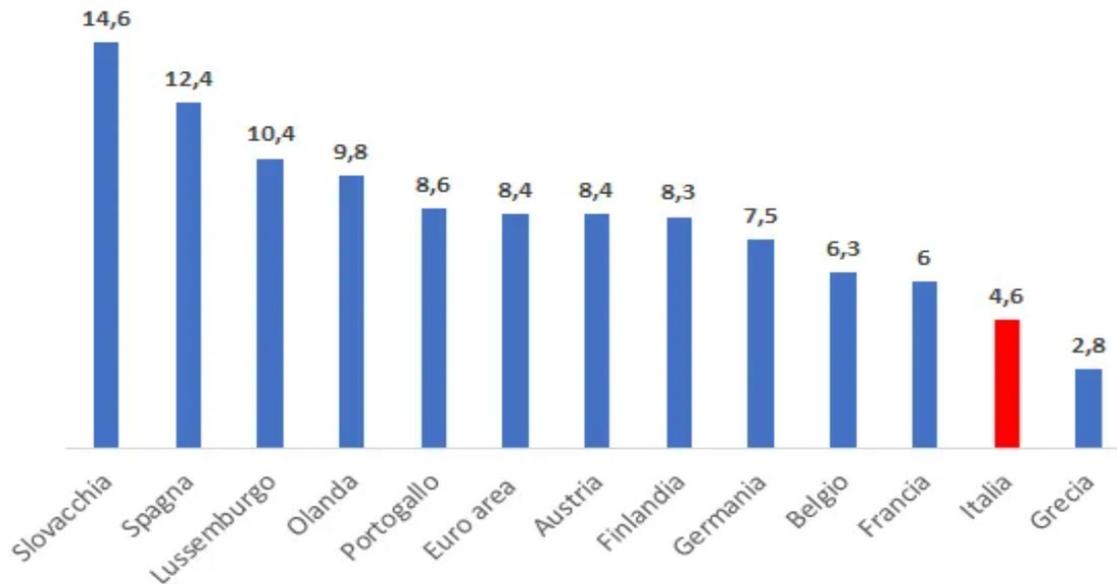
TASSI DI INTERESSE APPLICATI DALLE BANCHE SUI FINANZIAMENTI CONTRATTI  
DALLE IMPRESE (linea blu) E DALLE FAMIGLIE (linea gialla)



Fonte: ECB

Nonostante gli effetti positivi del QE sui tassi di interesse, l'efficacia di questa manovra sull'economia reale è stata molto diversa tra i vari paesi dell'area dell'euro. Nel periodo tra il 2015 e il 2018 l'area euro è cresciuta nel suo complesso dell'8,4% in termini reali, con una media annua del 2,04%, ma alcuni Stati sono cresciuti molto meno di altri.

## CRESCITA REALE CUMULATA DAL 2015 AL 2018



Fonte: elaborazione dati Eurostat

Se pure i miliardi iniettati dalla BCE attraverso il quantitative easing hanno avuto il merito di allontanare i pericoli di deflazione, non sono stati sufficienti a raggiungere l'obiettivo della stabilità dell'euro, rappresentato da un'inflazione pari al 2%. Questo principalmente perché non tutta la liquidità immessa nel mercato interbancario è stata trasmessa all'economia reale.

Per contrastare la flessione delle aspettative di inflazione, a settembre 2019 la BCE ha lanciato un complesso pacchetto di misure straordinarie: i tassi sui depositi presso la BCE sono scesi da  $-0,4$  a  $-0,5\%$ , mentre il tasso di riferimento e quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale sono rimasti costanti, rispettivamente a  $0$  e  $0,25\%$ . Contestualmente è stato introdotto un nuovo piano di QE da 20 miliardi al mese, avviato a novembre del 2019, senza un termine definito, che rimanga in vigore finché le proiezioni sull'inflazione si riavvicineranno al 2% e questa convergenza si mostrerà anche nei dati effettivi sulla dinamica dei prezzi. L'elemento caratterizzante di questo nuovo pacchetto è sicuramente la mancanza di un limite temporale: ciò mostra l'impegno della BCE a tentare tutto il possibile per riportare in alto l'inflazione, ma genera anche molti dubbi sull'efficacia e sui costi di tali misure. Il nuovo QE è stata l'ultima decisione presa dall'ex-presidente della BCE Mario Draghi e dall'ex consiglio di governo della banca centrale, prima della fine del loro mandato, scaduto a novembre dello scorso anno.

L'attuale presidente della Banca centrale europea, Christine Lagarde, a fronte dell'aumento dei rischi per l'economia globale derivanti dalla diffusione del coronavirus, a marzo 2020 ha avviato il PEPP, il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (Pandemic Emergency Purchase Programme), che integra il precedente APP. "Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie. Il nostro impegno per l'euro non ha limiti. Siamo determinati a sfruttare l'intero potenziale dei nostri strumenti, nell'ambito del nostro mandato", sono le parole di Lagarde commentando il piano di emergenza anti-coronavirus approvato dalla banca centrale europea.

## Appendice

### **Misure non convenzionali per tempi non convenzionali: le mosse anti Covid di BCE, Fed, BoE e BoJ**

Le crisi generano situazioni imprevedibili cui seguono risposte altrettanto inaspettate. La situazione che stiamo vivendo dall'inizio della diffusione del coronavirus e la raffica di azioni inedite messe in campo dalle autorità politiche e monetarie ne sono la perfetta dimostrazione.

La pandemia da coronavirus è un evento dirompente per l'economia globale che sta rivelando e amplificando le vulnerabilità finanziarie del sistema economico post-crisi finanziaria. Le banche centrali e le istituzioni finanziarie di tutto il mondo stanno cercando di mitigare l'impatto sull'economia reale di una crisi senza precedenti con misure fiscali, monetarie e macroprudenziali senza precedenti. Non è ancora possibile stabilire l'impatto che avrà sulla crescita globale. I mercati hanno registrato immediatamente la nuova condizione di incertezza, in particolare in alcuni settori, come quelli legati alle materie prime, all'energia, al turismo. In queste condizioni è fondamentale la fiducia nell'intervento delle banche centrali, che non è tardato ad arrivare: sia la Banca Centrale Europea che la Federal Reserve hanno dichiarato che faranno "qualsiasi cosa" sia in loro potere per attutire l'impatto dell'emergenza globale e a tali dichiarazioni sono accompagnate dall'attuazione in tempi record di piani di sostegno senza alcun paragone.

### **Azioni della BCE per contrastare gli effetti del Coronavirus**

Dalla più recente analisi, gli indicatori economici e i risultati delle indagini congiunturali mostrano che l'economia dell'area dell'euro ha subito una drastica contrazione, alimentata ulteriormente da un repentino deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro. Nel primo trimestre del 2020 il Pil in termini reali dell'area dell'euro è diminuito del 3,8% rispetto al trimestre precedente e, secondo le proiezioni macroeconomiche di giugno 2020 formulate dagli esperti dell'Eurosistema, il Pil annuo si ridurrà dell'8,7% nel 2020. Secondo la stima dell'Eurostat, l'inflazione annuale misurata dall'IAPC è scesa a 0,1% a maggio, dallo 0,3% di aprile, rispecchiando principalmente il calo dei prezzi nel settore energetico. Le aspettative nel medio termine sono al ribasso, data la maggiore debolezza della domanda, e le proiezioni formulate a giugno dagli esperti dell'eurosistema indicano un tasso annuo di inflazione misurato sullo IAPC nello scenario di base dello 0,3% nel 2020. Per quanto riguarda la concessione dei

prestiti al settore privato, il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie è tendenzialmente aumentato passando dal 5,5% al 6,6% tra marzo e aprile, riflettendo l'esigenza delle imprese di finanziare maggiormente le spese correnti e gli investimenti a fronte di una rapida diminuzione delle entrate; viceversa, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha fatto registrare una diminuzione, passando al 3% in aprile, rispetto al 3,4% del mese precedente, manifestazione della riduzione dei consumi dovuta alle misure di contenimento, al calo della fiducia e al deterioramento delle condizioni di lavoro.

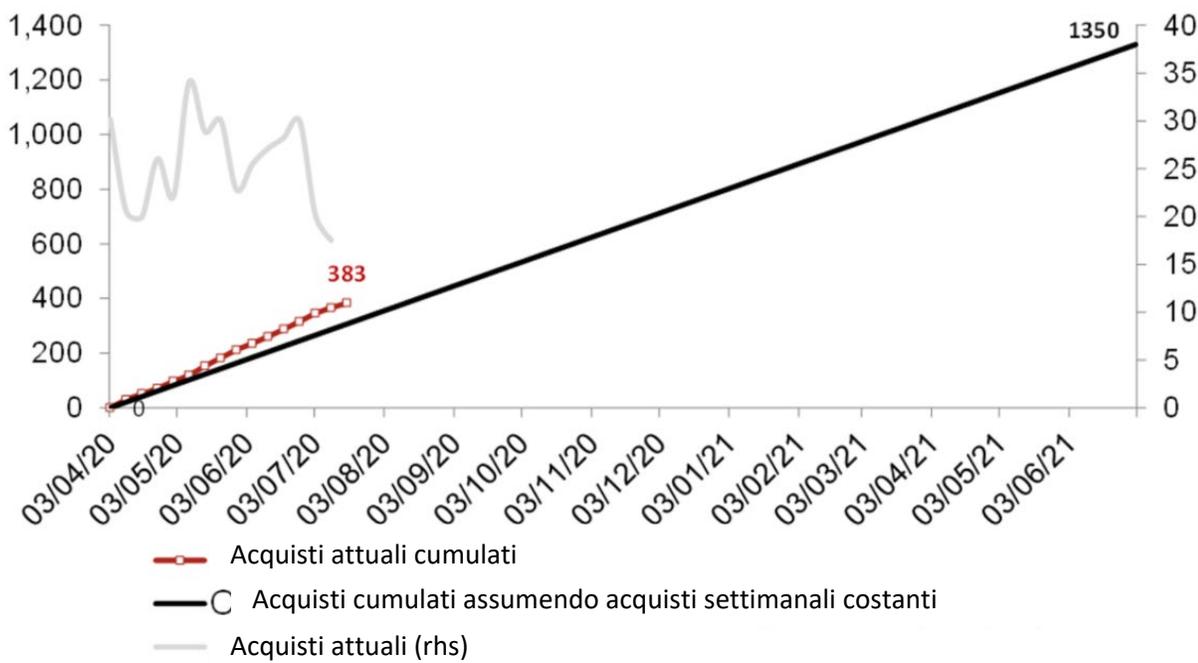
Un parziale assestamento della contrazione si è registrato a maggio, con la graduale riapertura dell'economia, ma l'entità della crisi e della ripresa dipenderà in modo decisivo dalle misure adottate dalla BCE per attenuarne l'impatto, dalla loro durata e dalla loro efficacia, e dalla misura in cui capacità produttiva e domanda interna subiranno effetti permanenti.

La banca centrale europea, che già partiva da tassi di interesse ai minimi storici, ha deciso di non agire ulteriormente su questo strumento, lasciando invariati il tasso sui depositi (-0,5%) e sulle operazioni di rifinanziamento marginale (0,25%). Ha invece ridotto di ulteriori 50 punti base i tassi di interesse sul TLTRO3, le maxi-aste di liquidità per il periodo tra giugno 2020 e giugno 2021, al fine di mantenere la liquidità del mercato e assicurare flussi di credito all'economia. Ma la BCE si è spinta ben oltre, varando una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine, le PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations), che, come dice il nome, sono nate proprio per rispondere alla pandemia. L'obiettivo è, anche in questo caso, quello di favorire l'accesso del sistema bancario ai fondi ed evitare, dunque, una crisi del credito nell'Eurozona. Il programma di acquisto di debito per l'emergenza pandemica (PEPP), rivolto ai paesi maggiormente indebitati, prevede sette operazioni di rifinanziamento da condurre tra maggio 2020 e luglio-settembre 2021, con una procedura di asta a tasso fisso a piena aggiudicazione e con un tasso di interesse di 25 basis point più basso rispetto al tasso medio delle operazioni principali di rifinanziamento prevalenti durante la vita di ogni PELTRO.

Al momento del suo annuncio, gli acquisti condotti attraverso il PEPP erano fissati ad un ammontare pari a 750 miliardi di euro, ma fin da subito la BCE precisava che era del tutto preparata ad ampliare le dimensioni nella misura necessaria e per tutto il tempo necessario. E come da pronostico, durante la conferenza stampa del 4 giugno, Christine Lagarde ha annunciato che il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) sarà incrementato di 600 miliardi, raggiungendo così quota 1350 miliardi di euro. Le ragioni alla base di questa scelta sono un "crollo senza precedenti nel secondo trimestre" e "forti perdite

di lavoro e reddito che hanno portato a cadute significative di spese per consumi ed investimenti”, a fronte di una ripresa lenta e moderata rispetto alla rapidità con cui gli indicatori economici sono crollati nei primi due mesi dell’anno. Il consiglio direttivo, in linea col suo mandato, ha dichiarato di essere determinato ad “assicurare il necessario grado accomodamento monetario e l’ordinata trasmissione della politica monetaria nei vari settori e paesi”. Sono stati confermati anche i piani di acquisti già in vigore: quello con una portata di 20 miliardi mensili ed una durata non definita e quello supplementare da 120 miliardi entro fine 2020, oltre alla politica di reinvestimento dei titoli in scadenza.

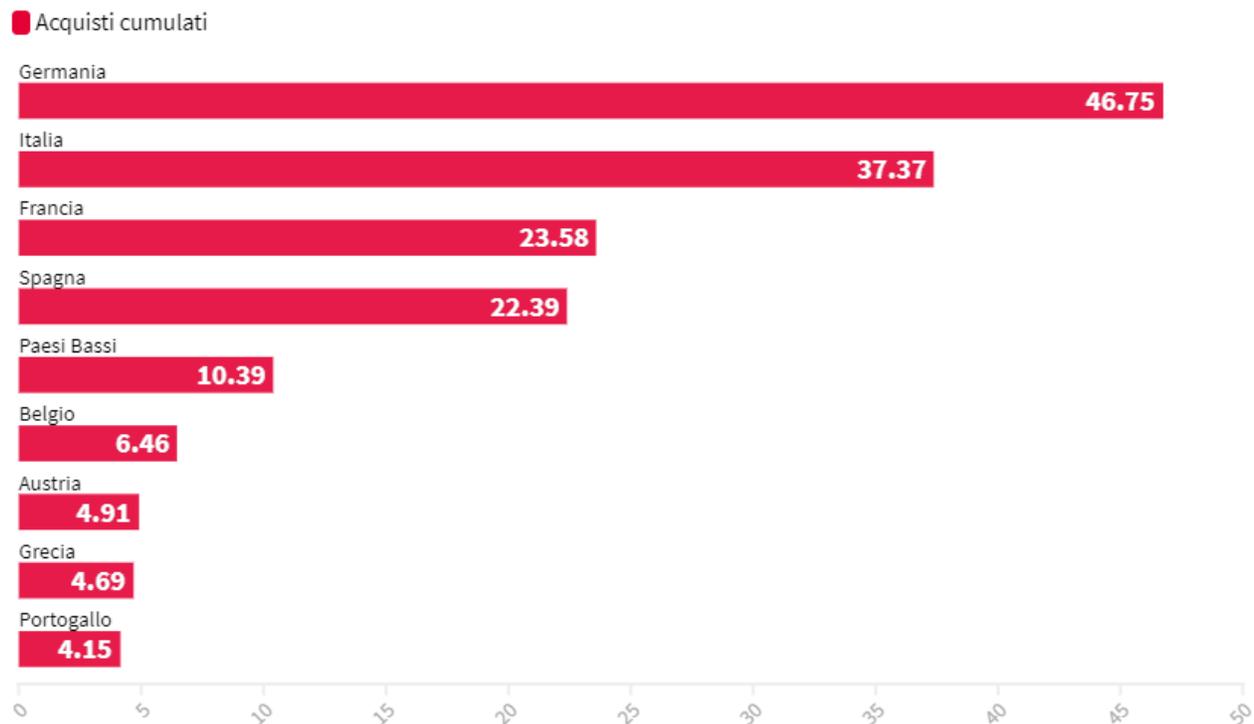
#### DATI SETTIMANALI SUGLI ACQUISTI EFFETTUATI DALLA BCE NELL’ AMBITO DEL PEPP



Fonte: finanzaoperativa.com: “La Bce attuerà pienamente il PEPP e sollecita il Recovery Fund”

## PRINCIPALI BENEFICIARI DEGLI ACQUISTI DEL PEPP

(suddivisione per paese degli acquisti cumulati alla fine di maggio)



Fonte: Bce

Tra le misure straordinarie implementate dalla BCE, particolare attenzione va rivolta al Recovery fund, presentato dalla commissione europea il 25 maggio di quest'anno e motivo di numerose controversie tra i paesi dell'Eurozona. Il Recovery Fund, che letteralmente significa "fondo di recupero", coglie l'importanza e la necessità di adottare soluzioni condivise da tutti i paesi membri dell'UE per affrontare l'emergenza ed arginare l'impatto devastante del coronavirus. Al momento della presentazione, il fondo prevedeva 500 miliardi di euro di sovvenzioni e 250 miliardi di prestiti, destinati a finanziare i paesi maggiormente colpiti dalla crisi economico-finanziaria. A seguito dell'opposizione dei cosiddetti paesi "frugali", quali Olanda, Danimarca, Svezia e Austria, a cui si è aggiunta poi la Finlandia, i quali hanno insistito a lungo sul fatto che dovessero essere concessi solo crediti, durante il consiglio europeo di luglio è stato raggiunto un accordo in merito: dei 750 miliardi di euro previsti, 390 miliardi saranno erogati come sovvenzioni, e quindi non dovranno essere ripagati dai paesi destinatari, mentre 360 miliardi saranno distribuiti sotto forma di crediti; è stato quindi modificato, nel corso delle trattative, il rapporto tra crediti e sovvenzioni a danno di queste ultime. La principale novità introdotta dal Recovery Fund è

che, per la prima volta, è prevista una forma di condivisione del debito: i 750 miliardi, infatti, saranno reperiti tramite l'emissione, da parte della commissione europea, di titoli comuni sui mercati finanziari; gli stati membri non dovranno erogare soldi, ma solo farsi garanti del fatto che, in caso di necessità, sosterranno i titoli (la Germania, ad esempio, è garante per circa 200 miliardi di titoli). Si parla, a tal proposito, di debito garantito dall'UE. Il debito dovrà essere complessivamente rimborsato dall'Unione Europea entro il 2058 ed il modo in cui lo farà dipenderà essenzialmente da come si finanzierà. Essendo, in sostanza, sotto il controllo della Commissione Europea, il Recovery fund fa sì che quest'ultima diventi l'attore decisivo nella politica finanziaria dell'Eurozona; inoltre, i mezzi previsti dal Recovery fund soggiacciono alla legislazione UE, a differenza di altri strumenti, come le somme previste dal Mes (meccanismo europeo della stabilità), che sono amministrati dai singoli stati membri. I fondi saranno disponibili dal primo trimestre del 2021, anche se il pacchetto deve essere ancora varato sia dall'Europarlamento che dai parlamenti nazionali, e i principali destinatari saranno Italia, Spagna e Polonia (il governo italiano ha calcolato che il nostro paese otterrà 127 miliardi in crediti e 81 in sovvenzioni). I beneficiari devono presentare dei piani di riforma in cui espongono come verranno utilizzati gli aiuti, seguendo, però, le raccomandazioni previste dalla Commissione europea; ad esempio, il 30% delle risorse dovrà essere destinato alla difesa del clima e un'altra buona parte alla digitalizzazione. È evidente, quindi, che l'intenzione alla base del Recovery fund non è solo quella di stimolare il ritorno alla crescita economica dopo l'impatto della pandemia, ma anche quella di preparare i Paesi membri ad affrontare al meglio il futuro, per far sì che la crescita economica sia stabile e duratura.

In una situazione di eccezionale incertezza, la BCE si mostra, quindi, pronta ad adattare tutti gli strumenti di cui dispone e a crearne di nuovi per affrontare un momento storico senza precedenti: parallelamente allo stimolo monetario già in atto, infatti, la Banca centrale ha introdotto nuove e massicce misure a sostegno delle condizioni di liquidità e finanziamento nell'economica, al fine di facilitare l'accesso al credito per imprese e famiglie, fondamentale stimolo per consumi, investimenti, e produzione, in grado di innescare una congiuntura favorevole che risollevi l'economia dalla recessione in cui si trova attualmente.

## **Federal Reserve vs Coronavirus**

Prima di confrontare le azioni adottate dalla Fed con quelle implementate dalle altre banche centrali, è importante comprendere le differenze fra i vari mandati. Mentre l'obiettivo primario del mandato della BCE è la stabilità dei prezzi, quantificato in un'inflazione prossima ma inferiore al 2%, il primo compito nella politica monetaria degli Stati Uniti è il massimo impiego, ossia ottenere un tasso di disoccupazione al minimo possibile, seguito dalla stabilità dei prezzi e da tassi di interesse bassi e stabili nel lungo termine. È evidente, quindi, che la Fed intraprenda le sue azioni in primo luogo per salvaguardare e stimolare l'occupazione, mentre la stabilità del sistema finanziario e bancario rappresenta un obiettivo secondario.

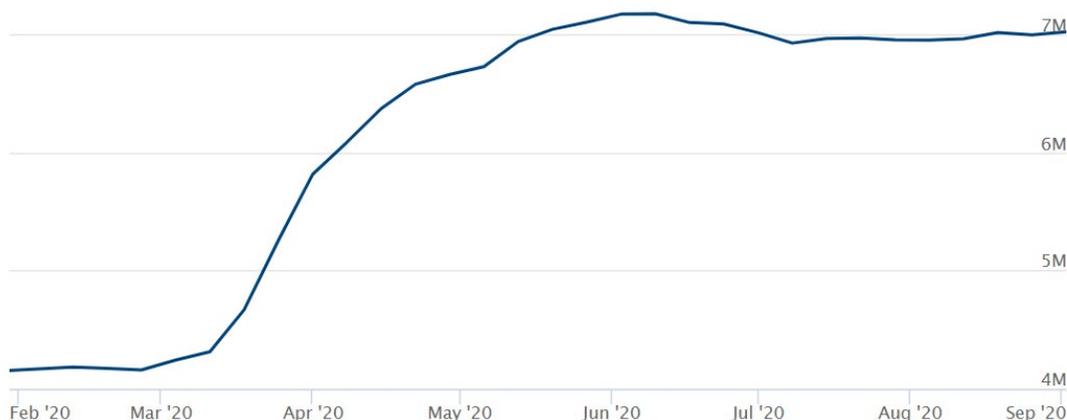
Da fine febbraio, quando si è cominciato ad avere sentore dell'enorme portata, in tutti i settori, delle conseguenze del Coronavirus, la FED è intervenuta in modo rapido e massiccio per contenere e contrastare le devastanti ripercussioni economiche della pandemia. Già all'indomani della crisi finanziaria globale del 2008, la Federal Reserve aveva dimostrato di essere disposta a fare ricorso ad un'ampia gamma di misure per sostenere il sistema economico-finanziario, aumentando in appena due mesi del 140% gli assets in portafoglio. Tuttavia, in termini assoluti, le azioni implementate per far fronte all'emergenza da Covid-19 non hanno precedenti, tenendo conto anche del fatto che stavolta si partiva già da un livello di attivi abbastanza elevato. Dopo aver tagliato drasticamente i tassi di interesse di riferimento, per complessivi 150 basis points passando da 1,75% a 0,25%, la Banca centrale si è spinta ben oltre quanto abbia mai fatto finora, dando il via ad un'espansione di bilancio (balance sheet expansion) che in tre mesi ha incrementato gli assets totali del 70%, portando l'attivo della FED da 4158 a 7097 miliardi.

Questa ingente immissione di liquidità è stata implementata principalmente attraverso due operazioni: il quantitative easing tradizionale, con la ripresa del programma di acquisto di titoli di stato (Treasury USA) e titoli garantiti da ipoteca (mortgage backed securities o MBS) e la riapertura, così come era accaduto durante la crisi finanziaria del 2008, delle linee di swap della Banca centrale con diversi paesi esteri, per supportare l'offerta internazionale di dollari (central bank liquidity swaps). Nell'ambito del QE, che da solo ha contribuito per il 77,7% all'incremento delle attività nel bilancio della FED, la maggior parte degli acquisti sono stati rivolti alle obbligazioni governative: in soli tre mesi ne sono state acquistate per un ammontare pari a 1635 miliardi di dollari, che, sommati ai 2474 miliardi già in portafoglio, hanno portato la FED a detenere circa un quinto del debito federale. Di portata rilevante sono stati anche gli

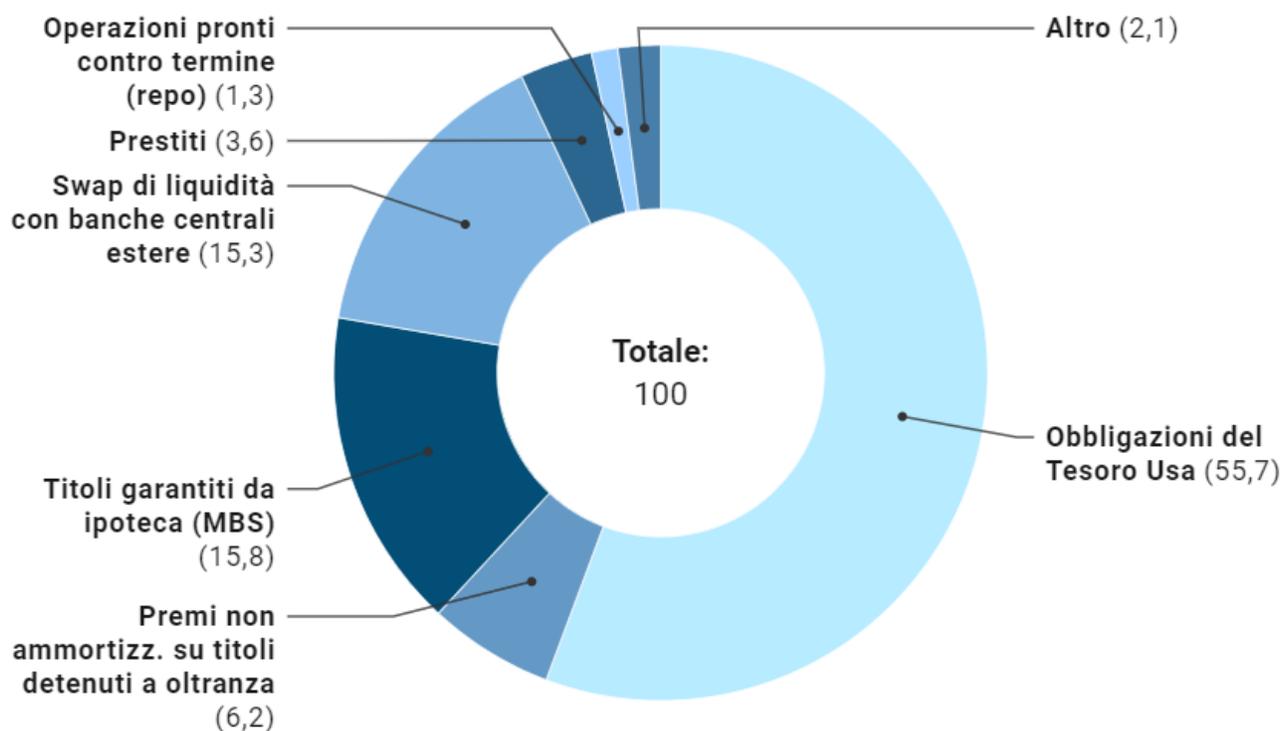
acquisti di MBS: l'intervento della FED all'interno di questo mercato, così come è accaduto in passato, è finalizzato ad alimentare la domanda di questi titoli e quindi le loro valutazioni di mercato, poiché, visto il considerevole quantitativo di questi assets nei bilanci delle banche nazionali, una loro svalutazione comporterebbe pesanti conseguenze. Il quantitative easing lanciato dalla FED ha sostanzialmente ridotto la volatilità, stabilizzando i tassi di interesse negli Stati Uniti, in modo da riconfermare, in un contesto di generale incertezza e rischio elevato, i Treasury Usa come bene rifugio.

L'altra grande componente dell'espansione del bilancio della Federal Reserve è rappresentata dagli swap di liquidità in dollari con le banche centrali estere. In particolare la Fed ha intrapreso un'azione coordinata con la Bank of Canada, Bank of England, BCE, Bank of Japan e la banca nazionale Svizzera per migliorare la fornitura di liquidità tramite gli accordi di liquidity swap in dollari USA; inoltre, per alleviare ulteriormente le pressioni sui finanziamenti al di fuori degli Stati Uniti, ha istituito linee temporanee di liquidità in dollari con altre nove banche centrali estere attraverso operazioni di pronti contro termine (repo): questo programma permette alle banche centrali e autorità monetarie straniere di riacquistare parte dei loro posizionamenti sui titoli americani in cambio di liquidità. Tali operazioni, sostenendo l'enorme fabbisogno di liquidità generato a livello globale dalla crisi Covid-19, contribuiscono a mitigare gli effetti delle tensioni nei mercati di finanziamento globali sull'offerta di credito a famiglie e imprese, sia a livello nazionale che estero e, contestualmente, puntano a ridurre la volatilità sui Treasury Usa e a stabilizzare il dollaro. Oggi più che mai, si riafferma la percezione della Federal Reserve come "Banca centrale di tutto il mondo", a cui tutte le istituzioni monetarie guardano per stabilire la direzione da seguire.

#### ESPANSIONE DEL BILANCIO DELLA FED



## INCIDENZA DELLE PRINCIPALI COMPONENTI DELL'ESPANSIONE DI BILANCIO DELLA FED TRA IL 26 FEBBRAIO E IL 27 MAGGIO 2020



Fonte: Sole24ore.com "L'immane sforzo della Federal Reserve"

### Risposte della BoE e della BoJ alla crisi globale

Il Regno Unito ha perso oltre il 20% del Pil nel secondo trimestre di quest'anno, evidenziando la peggiore performance tra i principali paesi del Vecchio continente a causa del Covid-19; la contrazione è stata tre volte superiore a quella registrata nella crisi finanziaria del 2008-2009, riflesso di un lockdown durato più a lungo rispetto ad altri paesi e di un settore dei servizi, l'ambito maggiormente colpito dal distanziamento sociale, particolarmente esteso.

La Bank of England, così come le altre banche centrali, ha messo in campo misure eccezionali per rispondere alla crisi causata dalla pandemia. Anche in questo caso, il principale strumento usato per far fronte all'emergenza è stato il Quantitative easing, implementato con una rapidità ed una consistenza senza precedenti: a marzo del 2020 la BoE ha ampliato di 200 miliardi di sterline (arrivando a 645 miliardi) il programma di acquisto di titoli (Asset Purchase Facility o QE), includendo tra gli acquisti

anche obbligazioni di imprese non finanziarie investment grade, cioè con elevato merito di credito, tramite il “covid corporate financing facility. Inoltre, per facilitare l’accesso al credito a imprese e famiglie, per ben due volte ha tagliato il tasso di interesse, portandolo dallo 0,75% allo 0,25% e infine alle 0,1%, livello più basso mai toccato: in questo modo offre alle banche finanziamenti a lungo termine a tassi vicino allo 0,1% affinché queste riducano i tassi di interesse applicati a imprese e famiglie. Per immettere ulteriore liquidità sul mercato, la BoE ha poi ridotto le riserve di capitale che le banche devono detenere a fronte dei prestiti concessi, azione che, secondo le stime, consentirà di ampliare di 190 miliardi di sterline i prestiti alle imprese.

Per evitare che il Regno Unito subisca un doppio shock, dovuto da un lato alla pandemia e dall’altro all’eventuale imposizione di dazi doganali da parte dell’Unione Europea, principale partner commerciale del Paese, è fondamentale che raggiunga un nuovo accordo commerciale prima di lasciare l’unione doganale e il mercato unico europeo.

Anche la Bank of Japan, pioniera nell’implementazione di strumenti di politica monetaria non convenzionali, si è mostrata pronta ad introdurre nuove misure per stimolare l’economia e contrastare il Coronavirus. Tuttavia, a causa del perdurare degli effetti dell’epidemia, secondo l’istituto centrale, è improbabile che l’economia del Sol Levante torni a livelli preCovid anche nell’anno 2022. Il paese, già prima dell’inizio del 2020, si trovava in una situazione di difficoltà: a causa dell’aumento dell’IVA dall’8 al 10%, infatti, si era registrata una contrazione del Pil del 6,3% nell’ultimo trimestre dello scorso anno. Secondo le stime dell’FMI (Fondo Monetario Internazionale) la situazione non potrà che peggiorare nel corso di quest’anno, determinando una riduzione dell’economia giapponese del 5,2%. Contestualmente, a marzo le esportazioni risultavano essere diminuite dell’11,7% su base annua e la crescente sfiducia del primo trimestre del 2020 ha comportato un crollo della Borsa giapponese pari al 20%.

Per fronteggiare queste criticità, la Bank of Japan, nell’ambito della sua strategia di controllo della curva dei rendimenti (Yield curve control), ha dato il via ad un programma di Quantitative easing illimitato, rimuovendo il precedente limite di 80 trilioni di yen all’anno (circa 746 miliardi di dollari). Inoltre, per garantire liquidità ai mercati e stabilizzarli, ha quasi triplicato l’ammontare di commercial paper e obbligazioni private che può acquistare, arrivando a circa 20 trilioni di yen (187 miliardi di dollari). Ancora, per incentivare il credito a famiglie e imprese, la BoJ ha introdotto le “Special Funds-Supplying Operations” attraverso le quali intende concedere alle banche prestiti a un anno senza interessi e

remunerarle del controvalore delle attività offerte da queste in garanzia. Ha poi confermato la sua politica dei tassi di interesse negativi, mantenendo i tassi di riferimento invariati a -0,1%.

## **Helicopter money**

Per contrastare le ripercussioni economiche del coronavirus si è pensato di ricorrere, per la prima volta nella storia mondiale, all'Helicopter money. Letteralmente “denaro che piove dal cielo” l'Helicopter Money è una politica monetaria teorizzata per la prima volta da Milton Friedman nel 1969 come tentativo di ultima istanza, mai attuato, per rilanciare l'economia e consiste nell'accreditare denaro contante direttamente nei conti correnti dei cittadini. Il denaro è finanziato attraverso l'aumento dell'offerta di liquidità da parte della banca centrale che, in sostanza, dovrebbe stampare nuova moneta e distribuirla in modo diretto a famiglie e imprese oppure agire attraverso il canale fiscale tagliando le tasse. ; l'esempio più recente si è verificato in Giappone, dove, a febbraio, a fronte del Covid-19, Hong Kong ha incaricato la banca centrale di depositare sui conti correnti di ciascuno dei residenti, dai 18 anni in su, una somma di 10000 HK \$, circa 1140 euro, per sostenere l'economia locale.

Così come il quantitative easing, anche questa strategia ha l'obiettivo di stimolare i consumi ed incoraggiare l'inflazione, ma gli strumenti usati e l'entità degli effetti stimati sono molto diverse. Mentre il QE aumenta l'offerta di moneta acquistando titoli di stato o altre attività, l'Helicopter money lo fa attraverso la distribuzione diretta di denaro tra i cittadini. Inoltre, questo strumento, incrementando la domanda di beni e servizi in maniera immediata, senza passare attraverso il canale tasso di interesse come accade per il quantitative easing, comporterebbe un effetto maggiore sull'aumento dei consumi e sulla crescita economica rispetto all'allentamento quantitativo.

Si tratta, tuttavia, di una manovra che comporta numerosi rischi, a cui fare ricorso solo quando la politica monetaria in tutte le sue forme, convenzionali e non convenzionali, risulta inefficace. Tra i diversi rischi, potrebbe, innanzitutto, determinare una forte inflazione con una repentina svalutazione della moneta nazionale; inoltre, potrebbe minare all'indipendenza della Banca centrale perché, agendo in questo modo l'istituzione monetaria sconfinerebbe nella politica fiscale, che è compito del governo. Infine, nel caso in cui le aspettative future degli agenti economici fossero negative, introdurre denaro “a pioggia”, non stimolerebbe neppure i consumi, e quindi non avrebbe effetti sull'economia, perché andrebbe semplicemente ad aumentare i risparmi di famiglie e imprese.



## Conclusione

Lo scopo del presente elaborato è quello di presentare la politica monetaria delle banche centrali, concentrandosi sulle diverse forme di politica non convenzionale attuate nel corso della storia per far fronte a situazione non convenzionali. L'esigenza di implementare questo tipo di misura, infatti, nasce laddove gli strumenti tradizionali di politica monetaria risultano inefficaci, ossia quando il meccanismo di trasmissione di politica monetaria non funziona più. Tale situazione si verifica quando, durante lunghi periodi di profonda crisi, il tasso di interesse viene ridotto fino a raggiungere lo "zero lower bound" per cui qualsiasi aumento dell'offerta di moneta non ha effetti sui tassi a breve, e quindi sulla produzione e sui consumi, ma si traduce in maggiore liquidità accumulata dagli agenti economici (risparmio): è questa la cosiddetta "trappola della liquidità".

Le principali banche centrali di tutto il mondo, dalla Fed alla BCE, hanno implementato strumenti non convenzionali differenti a seconda delle diverse esigenze e circostanze, ma tutte rivolte verso il medesimo obiettivo: stimolare i consumi ed il credito in modo da alimentare la domanda e, quindi, la produzione e l'occupazione, per aggirare, o comunque contenere, gli effetti negativi di una profonda recessione. Tra le diverse operazioni straordinarie, la maggior parte delle istituzioni monetarie si sono appellate a politiche di bilancio espansive, che trovano la loro maggiore espressione nel quantitative easing: dal 2007 ad oggi i bilanci delle banche centrali dei maggiori paesi avanzati sono cresciuti esponenzialmente a causa del susseguirsi di programmi di acquisti di asset su larga scala, finalizzati ad immettere liquidità nel sistema e risollevare un'economia stagnante. Come è evidente, questi effetti si trasmettono all'economia reale principalmente attraverso due canali: il "portfolio-balance channel" e il "signalling channel": il primo agisce modificando le dimensioni e la composizione dei bilanci delle banche centrali, col fine ultimo di modificare i prezzi delle attività e controllare le condizioni del credito all'interno dell'economia; il secondo si attiva nel momento in cui le banche centrali comunicano le proprie decisioni, prima ancora che gli strumenti di politica monetaria vengano introdotti, e influenza le aspettative degli agenti economici in modo da condizionare il tasso di interesse di lungo termine, principale legame con le variabili reali. In tutti i casi di applicazione del QE presentati è evidente come gran parte degli effetti di tale manovra siano stati registrati nel momento del suo annuncio, piuttosto che in seguito alla sua applicazione pratica. Emblematico in questo senso è il caso del "Whatever it takes" annunciato da Mario Draghi, che determinò un'immediata inversione positiva nei mercati finanziari. Affinché questo canale "segnalazione" funzioni, però, è indispensabile alla base la fiducia degli operatori economici nella credibilità delle istituzioni monetarie e delle loro decisioni. Solo nel caso in cui i mercati credano

effettivamente nel perseguimento dell'impegno annunciato da parte dell'istituto centrale, questo riuscirà a raggiungere l'effetto sperato sull'economia.

Dunque, anche in una situazione di trappola della liquidità le banche centrali non sono impotenti, nonostante gli strumenti a cui ricorrono in condizioni "normali" diventino inefficaci, al contrario dispongono di una serie di manovre straordinarie sostanzialmente infinite proprio perché tali, in quanto prendono forma a seconda delle esigenze del momento, passando dalla ZIRP all'helicopter money. Ciò non significa che la banca centrale sia sempre in grado di risollevare l'economia dai periodi critici facendo ricorso illimitatamente ad una di queste operazioni. Al contrario, ancora oggi lo loro efficacia è oggetto di discussione aperta e, soprattutto è incerta la portata degli effetti che determineranno sul sistema una volta tornato alla normalità, tenendo presente che maggiore è il ricorso a tali politiche, maggiore sarà l'entità degli effetti collaterali da controbilanciare.

Si tratta, quindi, di politiche estreme a cui bisognerebbe appellarsi solo in condizioni eccezionali e senza altre vie d'uscita, ma che, nel contesto di "ordinaria straordinarietà" in cui viviamo, sono ormai diventate all'ordine del giorno.

## Bibliografia

- Macroeconomia. Una prospettiva europea. Blanchard, Amighini e Giavazzi, ed. 2016. Il Mulino: 116; 587-594.
- Economia e politica monetaria. Giorgio Di Giorgio, quinta edizione. Cedam: 93-95; 157-158.
- Le trasmissioni della politica monetaria unica e gli effetti sulle banche locali. Giorgio Di Giorgio e Guido Traficante, Università LUISS Guido Carli e CASMEF;
- Istituzioni e mercati finanziari. Mishkin, Eakins, Beccalli, nona edizione. Pearson: 411-412; 423; 428
- Istituzioni e mercati finanziari. Mishkin, Eakins, Beccalli, nona edizione. Pearson. Slides: le banche centrali e la politica monetaria
- Bini Smaghi L. (2009), "Conventional and unconventional monetary policy", Keynote Lecture Presented at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.
- Borsa italiana: definizioni di mercato aperto 02 luglio 2019
- "Il ruolo della banca centrale tra politica monetaria e stabilità finanziaria" Alessandro Scopellitti.
- Central charts: conventional monetary policy instruments, March 25, 2019
- Enciclopedia del management, volume 16: macroeconomia. Università Bocconi editore, la Repubblica, il sole 24 ore. Anno 2009
- Investopedia "How unconventional monetary policy works", Adam Hayes, Jun 25, 2019
- Investopedia "Quantitative Easing", Jim Chappelow, Apr 28, 2020
- Starting finance "La politica monetaria convenzionale", Giulio Milanese
- Info oggi "i rischi del Quantitative easing", Marco Guarnaccia, 22 gennaio 2015
- Okpedia: politica monetaria
- Economia Italia "Tassi di Interesse Negativi: Cosa Significa e come Funzionano", 07 dicembre, 2019.
- The Economic Journal, Vol. 122, No. 564 (November 2012), pp. F271-F288: "The most high-profile form of unconventional monetary policy has been Quantitative Easing (QE)."
- "Q&A: Quantitative easing". BBC. 9 March 2009. Retrieved 29 March 2009.
- Bullard, James (January 2010). "Quantitative Easing — Uncharted Waters for Monetary Policy". Federal Reserve Bank of St. Louis. Retrieved 26 July 2011.
- Discussion Paper Deutsche Bundesbank, No 20/2018, "Quantitative easing, portfolio rebalancing and credit growth: micro evidence from Germany" Johannes Tischer
- "The diminishing effects of Japan's quantitative easing", Sean Ross, Jun 25, 2019.
- "Did Quantitative Easing by the Bank of Japan "Work"?", Economic Research Federal Reserve Bank of San Francisco, Oct 20, 2006.
- "L'economia del Giappone: evoluzione e prospettive", Mario Dianda, 10/10/2019, Starting Finance.
- "La BoJ lancia la fase 3 del QQE: Controllo della curva dei tassi", Il Sole 24 ore, 21 settembre 2016.
- "Quantitative Easing in Giappone: come funziona", Noemi Ricci, 30 dicembre 2016, PMI.it.

- “What is Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) with Yield Curve Control?” Bank of Japan.
- “Giappone: la BoJ conferma la sua politica monetaria e vede un miglioramento dell'economia”, Valeria Panigada, 16 giugno 2020.
- "Federal Reserve issues FOMC statement" (Press release). Federal Reserve. 12 December 2012.
- “Un bilancio del quantitative easing della Fed”, Stefano Corsaro, 3 giugno 2014.
- “Four Stories of Quantitative Easing” January 2013, Federal Reserve Bank of St. Louis Review.
- "Fed to reduce bond purchases by \$10 billion a month" JeeYeon Park (18 December 2013).
- Bank of England: “What is quantitative easing?”.
- “The Bank of England’s unconventional monetary policies: why, what and how”, Mike Joyce, Workshop on Non-standard Monetary Policy Measures; 18 June, 2013.
- Economia e politica monetaria. Giorgio Di Giorgio, quinta edizione. Cedam: 124-131
- Istituzioni e mercati finanziari. Mishkin, Eakins, Beccalli, nona edizione. Pearson: 398-399
- Europa.eu: “paesi che utilizzano l’euro”
- Investopedia: “What is European Central Bank”, Adam Hayes, Apr 6, 2020
- "The third stage of Economic and Monetary Union". CVCE. 7 August 2016. Retrieved 18 February 2014.
- "Mario Draghi takes centre stage at ECB". BBC. 1 November 2011.
- European central bank: ECB, ESCB and the Eurosystem.
- Banca centrale europea: funzioni.
- Economia e politica: “L’organetto di Draghi. Seconda lezione: la Bce, la crisi e il raddoppio del bilancio (2008-2011)”, Sergio Cesaretto, 5 giugno 2015.
- Il Sole 24 ore: “Bce, nuovo Qe da 20 miliardi al mese (senza scadenza) e taglio tassi: ecco il bazooka di Draghi”, Riccardo Sorrentino, 12 settembre 2019.
- AGI Agenzia Italia: “LA Bce lancia i Peltro per sostenere la liquidità dell’Eurozona”, 30 Aprile 2020.
- La Repubblica: “Le Borse di oggi, 10 settembre. La Bce lascia tassi e Qe invariati e vede meno nero sul 2020. I listini migliorano”, Raffaele Ricciardi, 10 settembre 2020.
- European central bank: Our response to coronavirus.
- Starting finance: “Le banche centrali rispondono al coronavirus”, Giuseppe Turco, 13 marzo 2020.
- Istituto per gli studi di politica internazionale: “Recovery Fund: dove vanno le risorse?”, Osservatorio ISPI-IAI sulla politica estera italiana n.11, 18 giugno 2020.
- Federal Reserve: Speech by Governor Bowman on the pandemic’s effect on the economy and banking
- Il sole 24 ore: “Ecco come la Fed ha salvato i titoli di Stato dalla disperata ricerca di liquidità”, Vito Lops, 20 aprile 2020
- Start magazine: “Ecco le mosse di Fed, BoE e BoJ anti Covid. Report Banca d’Italia”, 15 giugno 2020
- Wall Street Italia: “I bilanci delle banche centrali e il loro effetto sui mercati”, di Redazione Wall Street Italia, a cura di John Plassard, 25 giugno 2020.
- La mia finanzia: “Tonfo del Pil britannico, in arrivo altre misure della BoE”, 12, agosto 2020.

- Finanza online: “Crollo verticale Pil UK costringerà Boe a muovere su tassi e QE (analisti)”, Titta Ferraro, 12 agosto 2020.
- Il Sole 24 ore: “Coronavirus: BoJ, da lunedì ampia liquidità alle società finanziarie”, 13 marzo 2020.
- Trend online: “Per BoJ nel 2022 economia non toccherà livelli pre-Covid-19”, Financial trend analysis, 27 luglio 2020.
- Franklin Templeton: “L’impatto del piano di salvataggio coronavirus della bce e del taglio dei tassi boe sulle obbligazioni europee”, David Zahn, 20 marzo 2020.
- “Che cos’è l’Helicopter Money e perché potrebbe essere la cura economica contro il Coronavirus?”, Piero Cingari, 25 Marzo 2020.
- Borsa Italiana: “le radici dell’Helicopter money”, 26 Ago 2016.