

Cattedra

RELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

Indice

Introduzione	2
1. Capitolo primo: Struttura e strumenti di politica monetaria della BCE e della Fed	4
1.1 Struttura e governance della BCE e della Fed	4
1.1.1 Il Sistema Europeo di Banche Centrali	4
1.1.2 La Banca Centrale Europea.....	5
1.1.3 Il Federal Reserve System degli Stati Uniti	8
1.2 La politica monetaria convenzionale	10
1.2.1 La politica monetaria della BCE	11
1.2.2 Il modello di controllo della Fed	13
1.3 Limiti della politica monetaria convenzionale in periodi di crisi.....	14
2. Capitolo secondo: L'evoluzione delle politiche monetarie non convenzionali: dalla crisi del 2008 alla pandemia	17
2.1 La politica monetaria non convenzionale nell'esperienza della BCE.....	17
2.2 La risposta della Fed alle crisi finanziarie	26
2.3 Effetti macroeconomici delle politiche non convenzionali	32
3. Capitolo terzo: L'impatto del QE su l'economia reale di BCE e Fed.....	35
3.1 Effetti del QE sull'inflazione	35
3.2 Effetti del QE sulla crescita economica (PIL)	39
3.3 Effetti del QE su occupazione e mercato del lavoro	44
3.4 Spillovers internazionali e approcci metodologici	48
3.5 Costi e potenziali effetti collaterali del QE.....	51
3.6 Considerazioni finali e spunti per future analisi	53
Conclusione	55
Bibliografia.....	57

Introduzione

È nell'autunno del 2008 che i mercati finanziari crollarono, l'economia globale scivolò in una delle peggiori recessioni dal 1930, e le banche centrali furono poste di fronte a una delle sfide più spaventose della loro storia. I tagli dei tassi di interesse, lo strumento convenzionale di politica monetaria per antonomasia, non furono sufficienti a ristabilire la fiducia e a dare uno slancio all'economia. In quel momento decisivo, la Federal Reserve statunitense e la Banca Centrale Europea inaugurarono un'epoca di politiche monetarie non convenzionali. In seguito, dalla crisi dei subprime fino a quella da COVID-19, il panorama della politica monetaria è completamente mutato. Generalmente, le politiche monetarie non convenzionali si riferiscono a misure adottate dalle banche centrali quando i normali tagli ai tassi d'interesse smettono di funzionare, tipicamente perché questi ultimi hanno raggiunto lo *zero lower bound*, ossia il limite inferiore. La particolarità di questi strumenti sta nella loro capacità di scongiurare collassi finanziari e deflazione, ovvero di evitare crisi profonde. In questo contesto, la scelta di esaminare la prontezza di risposta della BCE e della Fed deriva dal desiderio di capire nel dettaglio come due tra le maggiori banche centrali del mondo abbiano affrontato sfide simili con mezzi talora analoghi talvolta divergenti. Da una parte, la Federal Reserve degli Stati Uniti dispone di un mandato duale, stabilità dei prezzi e piena occupazione, e agisce su un mercato finanziario unificato, potendo contare su un coordinamento immediato con le politiche fiscali federali. Dall'altra, la Banca Centrale Europea ha come obiettivo primario la stabilità dei prezzi nell'Eurozona, un'area composta da paesi diversi, priva di un bilancio fiscale comune altrettanto potente e con un sistema finanziario più bancocentrico e talvolta frammentato. Ad esempio, la Federal Reserve statunitense ha iniziato tempestivamente, già nel 2008-2009, con il programma di QE e forniture massicce di liquidità. La BCE invece ha proceduto in maniera più graduale, avviando le prime ondate di QE soltanto nel 2015, principalmente a causa di vincoli politici e legali interni all'unione monetaria.

Mediante il confronto tra le politiche adottate da questi due istituti, ne emergono similitudini e divergenze che permettono poi di riflettere sulle responsabilità che le banche centrali hanno attualmente e sul ruolo che avranno in futuro.

Il presente lavoro di tesi si pone, dunque, lo scopo di esplorare l'evoluzione delle politiche monetarie non convenzionali di BCE e Fed dal tracollo dei subprime fino alla fase post-COVID-19, mettendone in luce gli effetti macroeconomici e le implicazioni di sistema.

A tale fine, l'elaborato si articola in tre capitoli principali, oltre alla presente introduzione e alle conclusioni finali.

Il primo capitolo delinea il quadro istituzionale e teorico di riferimento. Dopo aver descritto la struttura della *governance* della BCE e della Fed, evidenziando le differenze organizzative e di mandato, si passa a esaminare gli strumenti tradizionali della politica monetaria e i loro limiti, emersi con il sopraggiungere delle recenti crisi. La disamina iniziale intende fornire le basi per comprendere come e perché, a un certo punto, siano entrate in gioco le misure non convenzionali.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi storica e comparata delle misure non convenzionali adottate dai due istituti nel periodo rilevato. Si ripercorrono i principali momenti salienti, dalla Grande Recessione del 2008–2009 alla crisi dei debiti sovrani in Europa, fino allo shock economico legato alla pandemia da COVID-19. In relazione a ogni tappa, si esaminano le decisioni di politica monetaria assunte e se ne discutono gli obiettivi e i primi effetti sul sistema finanziario e sull'economia reale.

Infine, il terzo capitolo mette a fuoco gli impatti macroeconomici di queste politiche, con particolare attenzione al caso del *quantitative easing*, lo strumento simbolo delle strategie non convenzionali. Attraverso l'analisi di studi empirici e di indicatori provenienti da dieci *survey* selezionate, si cerca di valutare l'impatto che gli interventi straordinari di BCE e Fed abbiano prodotto sull'andamento dell'inflazione, sulla crescita del PIL e sull'occupazione nei rispettivi contesti. Vengono inoltre affrontate le questioni relative ai possibili effetti collaterali di lungo periodo e le questioni che i banchieri centrali hanno dovuto affrontare. Il capitolo si chiude con alcune considerazioni sulle lezioni apprese da questi periodi di turbolenza, ponendo le basi per analizzare le prospettive future.

1. Capitolo primo: Struttura e strumenti di politica monetaria della BCE e della Fed

1.1 Struttura e governance della BCE e della Fed

1.1.1 Il Sistema Europeo di Banche Centrali

Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e lo Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca Centrale Europea rappresentano i due testi alla base giuridica della politica monetaria unica. Dal 1° giugno 1998, la promulgazione dello Statuto poneva in essere la Banca Centrale Europea (BCE) e il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), quest'ultimo comprensivo delle BCN di tutti gli Stati membri dell'UE, compresi quelli che non avevano adottato l'euro. Organismo a responsabilità dell'esercizio della politica monetaria europea, esso è costituito dalla BCE e dalle BCN dei 27 Stati membri dell'UE. Con Eurosystem invece, si va a indicare un'entità amministrativa costituita dalla BCE e dalle BCN dei soli paesi che hanno aderito alla moneta unica, che assolve i compiti di politica monetaria nell'area dell'euro. A differenza però della BCE e delle BCN, il SEBC non ha personalità giuridica propria e nessun organo decisionale autonomo. Di conseguenza, il SEBC non è un soggetto giuridico e non ha alcuna capacità di agire, pertanto BCE e BCN detengono il potere decisionale. L'obiettivo del SEBC è quindi quello di coordinare e unire l'operato della BCE e delle BCN e garantire che le loro attività siano svolte insieme ed in modo coerente, ispirandosi all'insieme degli obiettivi comuni sanciti dai Trattati europei.¹

Figura 1: Il Sistema Europeo di Banche Centrali e l'Eurosistema. Fonte: 'La Banca Centrale Europea – Storia, ruolo e funzioni', BCE, 2006



¹RUOLO, E., & SCHELLER, H. K. (2006).

Il SEBC opera secondo il principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza e conformemente ai principi stabiliti all'articolo 119 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE). L'articolo 127 paragrafo 1 TFUE sancisce che l'obiettivo primario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Oltre al compito di assicurare la stabilità dei prezzi, le attività del SEBC comprendono: la definizione di una politica monetaria nell'area dell'euro; l'esecuzione delle operazioni di cambio; il mantenimento e la gestione delle riserve di valute estere degli stati membri; l'assistenza alle politiche economiche generali dell'unione; la promozione dell'efficiente funzionamento di sistemi di pagamento.

1.1.2 La Banca Centrale Europea

La Banca Centrale Europea, con sede a Francoforte sul Meno, in Germania, è stata istituita il 1° giugno del 1998. Il primo gennaio dell'anno successivo, è iniziata la terza fase dell'Unione economica e monetaria (UEM) europea, che ha presentato l'euro come moneta unica dei paesi aderenti all'area, ha previsto la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle vecchie valute nazionali e ha imposto un'unica politica monetaria da tenersi nell'area dell'euro. La BCE deve sforzarsi di mantenere la stabilità dei prezzi all'interno dell'area dell'euro e programmare una politica monetaria coerente con tale obiettivo. Ha poi il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro. Pertanto, ha il controllo totale della base monetaria nell'area dell'euro. Gli organi decisionali della BCE, quali il Consiglio Direttivo, il Comitato Esecutivo e il Consiglio Generale, reggono il SEBC. In particolare, il Consiglio Generale esisterà fin quando tutti gli Stati membri dell'UE non avranno aderito all'euro.

1) Il Consiglio Direttivo

Il Consiglio Direttivo ha la responsabilità di elaborare e formulare la politica monetaria nella zona dell'euro. In particolare, definisce le strategie e le linee generali di politica monetaria della BCE, la cui applicazione è delegata al Comitato Esecutivo. Ad esempio, il Consiglio Direttivo stabilisce il livello del tasso di interesse ufficiale della BCE, il tasso delle operazioni di rifinanziamento e come perseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il Consiglio Direttivo è poi composto dalla totalità dei sei membri del Comitato Esecutivo, incluso il Presidente, e dai governatori delle BCN degli Stati membri dell'area dell'euro, che risultano venti dal 1° gennaio 2023. Il Consiglio Direttivo si riunisce due volte al mese, di prassi sempre a Francoforte, dove è situata la sede della BCE, anche se dal 2000 due volte all'anno le riunioni si svolgono presso le BCN degli Stati membri che hanno adottato l'euro. Inoltre, solitamente vota sulle decisioni di politica monetaria ogni tre riunioni e decide a maggioranza semplice tra i membri presenti. In caso di parità di voti, prevale quello del Presidente.

Come già accennato, i governatori delle BCN nel Consiglio Direttivo sono venti, e poiché dal dicembre 2002 hanno superato il numero massimo di quindici, una nuova modalità di voto che prevede un sistema a rotazione a due gruppi è stata introdotta.

I due gruppi sono formati secondo una graduatoria stilata sulla base delle dimensioni dell'economia dei rispettivi paesi, volendo assicurare che i quindici membri votanti siano sempre rappresentativi della totalità dell'economia nella zona dell'euro. Nello specifico, il primo gruppo è composto dai cinque paesi maggiori e dispone di quattro voti. Il secondo gruppo, fintanto che il numero totale dei governatori non vada oltre i ventidue, comprende tutti gli altri paesi e disporrà dei rimanenti undici voti. Nel caso in cui il numero superasse i ventidue, entrerebbe a far parte del secondo gruppo la metà di tutti i governatori delle BCN, ai quali spetteranno otto diritti di voto. Vi sarà poi un terzo gruppo, formato dai rimanenti governatori che, sempre a rotazione, si spartiranno gli ultimi tre diritti di voto.

2) Il Comitato Esecutivo

Tra il Comitato Esecutivo e il Consiglio Direttivo vi è un'assoluta separazione delle attività da svolgere. Di conseguenza, avendo il Comitato Esecutivo il compito di attuare le politiche monetarie della BCE, il Consiglio Direttivo non può esercitare questa funzione. L'organo è rispettivamente composto dal Presidente, dal Vicepresidente e da altri quattro membri, scelti tra persone molto note in campo monetario e bancario. Si riunisce di norma settimanalmente e decide a maggioranza semplice dei voti espressi dai membri presenti. In caso di parità, come per il Consiglio Direttivo, prevale il voto del Presidente.

3) Il Consiglio Generale

Il Consiglio Generale agisce come collegamento istituzionale tra l'Eurosistema e le BCN degli Stati membri non appartenenti all'area dell'euro. Soprattutto si occupa di dare pareri sui preparativi necessari per l'adesione all'Eurosistema. Quindi, se tutti gli Stati membri costituenti l'unione avranno adottato l'euro come propria moneta, il Consiglio Generale cesserà di esistere. È poi composto dal Presidente e dal Vicepresidente della BCE e dai governatori di tutte le banche centrali dei paesi dell'UE, che vengono dunque riconosciuti nonostante non abbiano ancora adottato la moneta unica. Solitamente vengono indette quattro riunioni l'anno sempre a Francoforte oppure in conference call.² Formalmente, la BCE segue una strategia di politica monetaria "a due pilastri". Il primo pilastro regola la crescita dell'offerta di moneta, mentre il secondo mira a garantire che ci sia un'inflazione stabile nel medio termine.

Fino a giugno 2021, la BCE aveva dichiarato che avrebbe perseguito un obiettivo di inflazione su livelli inferiori ma "prossimi al due per cento nel medio periodo".

Per rendere questo obiettivo più chiaro e vincolante per se stessa, la BCE ha poi cambiato le sue intenzioni dichiarando di voler perseguire un'inflazione pari al due per cento, né superiore né inferiore.

² Di Giorgio, G. (2024).

La BCE rappresenta un organo dell'Unione Europea che mantiene la sua indipendenza sancita dall'articolo 130 del TFUE (trattato sul funzionamento dell'Unione europea). L'articolo recita le seguenti parole: *“Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE, né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o dagli organismi dell'Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell'Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri e gli organi della banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti”*. Tuttavia, non si risulta perseguibili nel richiedere e nell'ottenere informazioni rilevanti o nel mantenere un dialogo con tali organi. La BCE gode di indipendenza finanziaria e organizzativa. Infatti, il capitale è sottoscritto e versato dalle BCN e la BCE è dotata di un proprio bilancio che è indipendente da quello dell'UE. Gli Stati membri hanno una certa influenza sul bilancio, sulla distribuzione degli utili e sulla nomina dei dipendenti della loro BCN in quanto azionisti.³

Inoltre, la Banca Centrale Europea agisce come un'autorità di vigilanza bancaria. Tale funzione viene assicurata dal Consiglio di Vigilanza, un organo interno responsabile della pianificazione, preparazione e attuazione delle attività di controllo affidate alla BCE. Tale attività include il rilascio e il ritiro dell'autorizzazione a fornire servizi di credito da parte degli enti creditizi, la verifica del rispetto dei requisiti prudenziali, l'attuazione di ispezioni bancarie e la partecipazione alla supervisione dei conglomerati finanziari. La Banca Centrale Europea deve poi identificare e gestire i rischi di natura sistemica e macroprudenziale. A tale riguardo, la BCE ha poteri investigativi, che includono richieste di dati, ispezioni e verifiche sul posto, oltre ad avere il diritto di rilasciare o ritirare licenze. Ha inoltre la possibilità di infliggere sanzioni amministrative e obbligare le banche a mantenere i livelli minimi di capitale richiesti.⁴

³ Lirosi, A. (2022).

⁴ <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/13/la-banca-centrale-europea-bce->

1.1.3 Il Federal Reserve System degli Stati Uniti

Il Federal Reserve System statunitense, comunemente noto come la Fed, è la banca centrale degli Stati Uniti d'America istituita con il Federal Reserve Act nel 1913. La Fed è un sistema federale composto da tre enti principali: il Board of Governors, dodici Fed locali e il Federal Open Market Committee (FOMC).⁵

1) Il Board of Governors

Il Board of Governors è un ente autonomo con sede a Washington ed è definito l'organismo direttivo del Federal Reserve System. La sua indipendenza si riflette nel fatto che l'organismo non è finanziato con il bilancio federale e che la sua composizione non cambia con l'avvicendamento del Presidente degli Stati Uniti. Quest'ultimo nomina i sette membri che lo compongono, i quali devono essere poi approvati dal Senato. Ogni componente resta in carica per un mandato unico di quattordici anni. Se un membro si dimette prima della fine del suo mandato, il nuovo membro nominato per sostituirlo può essere confermato per un nuovo intero mandato. Il Presidente e il Vicepresidente del Board possono invece essere riconfermati per più di un mandato di quattro anni. Il Board sovrintende alle attività delle dodici Federal Reserve Banks, collabora nella vigilanza e regolamentazione degli enti finanziari e dà linee guida sui prestiti concessi dalle banche centrali regionali agli istituti di deposito.⁶

2) Le dodici Fed locali

Le dodici banche regionali della Federal Reserve, insieme alle loro ventiquattro filiali, rappresentano il braccio operativo del Federal Reserve System. Queste istituzioni sono localizzate in diverse città degli Stati Uniti (Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas e San Francisco) e giocano un ruolo fondamentale per quanto riguarda le funzioni pratiche della Fed. Di particolare rilievo è la Federal Reserve Bank di New York, responsabile delle operazioni di mercato aperto che devono essere eseguite per conto del FOMC. Le attività di queste dodici banche regionali includono, tra le altre, la distribuzione di valuta e monete, l'amministrazione operativa del sistema dei pagamenti USA, la concessione di prestiti alle banche commerciali, l'esecuzione di funzioni di tesoreria per conto del Dipartimento del Tesoro statunitense e la gestione delle operazioni di sconto bancario nel proprio distretto. Inoltre, le Reserve Banks raccolgono e analizzano molti dati economici e finanziari, che vengono impiegati per prendere decisioni di politica monetaria.

⁵ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fedexplained/who-we-are.htm>

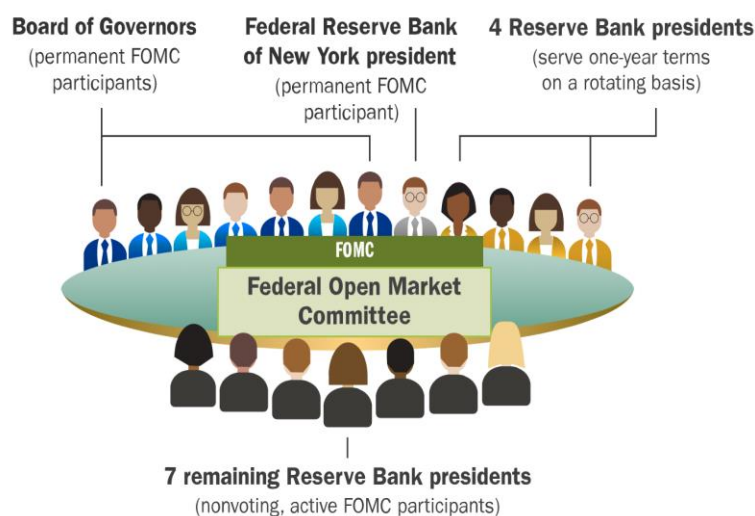
⁶ <https://www.federalreservehistory.org/essays/board-of-governors#:~:text=There%20are%20seven%20members%2C%20or,he%20was%20appointed%20to%20an>

La quantità di informazioni disponibili al Federal Open Market Committee e al Federal Reserve System è di vitale importanza per adottare politiche che incentivino la condizione stabile del sistema finanziario USA e il benessere generale dell'economia americana.⁷

3) Il Federal Open Market Committee

Competente per la direzione delle operazioni di mercato aperto, che costituiscono il principale strumento di politica monetaria della Federal Reserve, il Federal Open Market Committee (FOMC) influenza direttamente i tassi di interesse e le condizioni creditizie, provocando dunque un effetto significativo sull'economia reale. Incide infatti sulla produttività, sui consumi delle famiglie, sugli investimenti delle imprese e sulla crescita complessiva delle comunità. Il FOMC stabilisce le linee guida della politica monetaria al fine di promuovere gli obiettivi di piena occupazione e stabilità dei prezzi stabiliti dal Congresso. Il comitato è composto dai sette membri del Board of Governors e da cinque dei dodici presidenti delle Federal Reserve Banks. Il presidente della Fed di New York è sempre un membro votante, mentre gli altri quattro posti nel FOMC sono assegnati ai restanti undici presidenti a rotazione annuale. Anche se tutti e dodici i membri possono partecipare alle discussioni del comitato, solo i cinque designati esercitano il diritto di voto. Per tradizione, il presidente del Board of Governors è anche il presidente del FOMC, mentre il presidente della Federal Reserve Bank di New York agisce come vicepresidente. A differenza del Board of Governors, che si riunisce ogni due settimane circa, il FOMC si riunisce otto volte all'anno, ogni sei settimane.⁸

Figura 2: The Federal Open Market Committee. Fonte: 'The Fed Explained – What The Central Bank Does', Fed, 2021



⁷ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fedexplained/who-we-are.htm>

⁸ <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fedexplained/who-we-are.htm>

Fino al 2012, la Federal Reserve non aveva formalmente adottato una strategia inflazionistica mirata. Tuttavia, a partire da gennaio di quell'anno, la Fed ha compiuto un passo significativo annunciando ufficialmente un obiettivo di inflazione pari al 2%. Tale decisione ha segnato una svolta per la politica monetaria americana.

Successivamente, durante l'estate del 2020, la Federal Reserve ha annunciato una revisione della sua strategia, che ha portato diverse modifiche. In primo luogo, un'attenzione particolare avrebbe dovuto essere data alla promozione della piena occupazione, considerata ora come obiettivo primario. L'obiettivo di stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine è stato poi confermato, ma con un'importante eccezione: il tasso di inflazione al 2% deve essere inteso come una media nel tempo, non come un vincolo per ogni periodo. In altre parole, significa che l'inflazione può rimanere al di sotto del 2% per alcuni periodi, a condizione che in altri superi tale soglia, in modo che l'obiettivo sia raggiunto come media complessiva. Questo nuovo approccio metodologico, confrontato con il modello più rigido della BCE, mostra che la Fed ha una maggiore flessibilità nella gestione della politica monetaria.

1.2 La politica monetaria convenzionale

La nuova strategia di politica monetaria convenzionale adottata dalla BCE è stata finalizzata nel giugno del 2021. Per molti anni, le banche centrali dei paesi sviluppati hanno impiegato il tasso d'interesse di riferimento come principale strumento per attuare la politica monetaria, adeguando l'offerta di moneta della banca centrale al tasso di interesse obiettivo attraverso operazioni di mercato aperto. Oggi, per evitare l'assunzione di rischi nel proprio bilancio, la banca centrale continua ad effettuare tali operazioni sotto forma di operazioni di rifinanziamento temporanee, e in cambio richiede garanzie finanziarie altamente qualificate. Quando ci si trova in un ciclo economico abituale, la banca centrale non interviene direttamente né tramite finanziamenti al settore privato o pubblico, né attraverso l'acquisto diretto di titoli di Stato, obbligazioni societarie o altri strumenti di debito. La politica monetaria convenzionale consiste dunque nel modificare il livello target di un tasso d'interesse a breve termine, noto come tasso di *policy*, con lo scopo di raggiungere determinati obiettivi macroeconomici. Il tasso di *policy* esercita un'influenza diretta su molti altri tassi di interesse nell'economia, tra cui quelli relativi ai mutui, ai prestiti concessi alle imprese e ai tassi riconosciuti sui depositi di risparmio. Un cambiamento nei tassi di interesse incide sul costo del credito, sulla convenienza a risparmiare, sul valore della valuta nazionale e sul prezzo di alcuni beni e servizi. Influenza in tal senso le scelte di consumo e di investimento dei privati e delle imprese, determinando il livello complessivo dell'attività economica.

In questo modo, le modifiche apportate al tasso di interesse di riferimento permettono alla banca centrale di orientare la domanda aggregata, il livello occupazionale e il tasso d'inflazione.

Un incremento dei tassi tende a raffreddare la domanda e il mercato del lavoro, contribuendo a contenere l'inflazione. Per contro, una riduzione dei tassi d'interesse fa aumentare i consumi e gli investimenti, favorendo la crescita economica e aumentando la pressione sui prezzi.

Questo approccio ha dimostrato nel tempo di essere efficace nei momenti di rallentamento economico, per controllare l'inflazione durante le fasi di espansione e per assicurare il corretto funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso.^{9,10}

1.2.1 La politica monetaria della BCE

Gli strumenti tradizionali (detti anche convenzionali, in contrapposizione a quelli non convenzionali adottati dopo la crisi finanziaria del 2008 e in seguito alla crisi del debito sovrano) utilizzati oggi dalla Banca Centrale Europea per implementare la politica monetaria comprendono: le operazioni di mercato aperto (*open market operations*), le operazioni su iniziativa delle controparti (*standing facilities*) e la riserva obbligatoria (*minimum reserves*).

1) Operazioni di mercato aperto

Queste operazioni vengono attivate su iniziativa della BCE, che ne stabilisce modalità operative e condizioni. Sono lo strumento principale per regolare la liquidità nel sistema bancario e per indirizzare i tassi d'interesse di breve periodo in linea con l'orientamento della politica monetaria definito dal Consiglio Direttivo. Esse contribuiscono in modo rilevante alla stabilità dei tassi, alla gestione della liquidità e alla trasmissione del segnale di politica monetaria. Le operazioni possono essere condotte a tasso fisso o a tasso variabile e si articolano principalmente in:

- le operazioni di rifinanziamento principali (SROs, *standard refinancing operations*), che sono pronti contro termine a brevissima scadenza (7 giorni), con frequenza settimanale, regolate con meccanismo ad asta;
- le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*regular LTROs, long term refinancing operations*), che sono pronti contro termine a 3 mesi, con frequenza mensile, anche esse sotto forma di asta;

⁹ <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/unconventional-monetary-policy.html#:~:text=Conventional%20monetary%20policy%20has%20involved,Raising%20interest%20rates>

¹⁰ Di Giorgio, G. (2024).

- le operazioni di mercato aperto dette di *fine tuning*, che possono essere sia definitive che temporanee, di immissione o assorbimento di liquidità. Si tratta di interventi non regolari, finalizzati a correggere fluttuazioni impreviste della liquidità, anche mediante swap valutari e con procedure sia competitive sia bilaterali.¹¹

Nel caso di aste a tasso fisso, la BCE stabilisce sia il tasso sia l'ammontare complessivo disponibile; se le richieste superano la disponibilità, i fondi vengono assegnati proporzionalmente alle domande ricevute. Ciò implica che le banche debbano stimare la domanda totale e presentare richieste multiple dell'importo effettivamente desiderato. Ad esempio, se il tasso di assegnazione è del 5% e si desidera ottenere 1 milione di euro, la richiesta dovrà essere di 20 milioni. Nelle aste a tasso variabile, invece, la BCE determina soltanto l'ammontare di liquidità e le banche competono offrendo il tasso massimo che sono disposte a pagare. Le domande vengono poi ordinate per tasso, e quelle più alte sono soddisfatte per prime.

2) Tassi ufficiali ed operazioni su iniziativa delle controparti

Le operazioni attivate su richiesta delle controparti bancarie servono a gestire la liquidità *overnight* e a segnalare l'orientamento della politica monetaria, influenzando il tasso *overnight*. L'implementazione è affidata alle singole banche centrali nazionali dell'area euro. Esistono due tipi di strumenti: la *marginal lending facility*, che permette alle banche di ottenere liquidità overnight a un tasso superiore a quello di mercato, contro garanzie idonee, e la *deposit facility*, che consente il deposito della liquidità eccedente a un tasso minimo garantito. I due tassi stabiliti per queste operazioni costituiscono il cosiddetto "corridoio" entro cui si muove liberamente il tasso interbancario overnight, in funzione della domanda e offerta di riserve.

3) Riserva Obbligatoria

La BCE richiede agli istituti bancari situati nell'area dell'euro di detenere una quota minima di fondi presso le rispettive banche centrali nazionali. Tali riserve hanno due obiettivi principali: stabilizzare i tassi di interesse nel mercato monetario e creare un fabbisogno strutturale di liquidità per il sistema bancario. La BCE non richiede agli istituti di credito di tenere ogni giorno sul proprio conto presso la banca centrale l'importo totale della riserva obbligatoria. Piuttosto, essi dovrebbero detenere tali riserve obbligatorie in media, sulla base delle loro disponibilità giornaliere, per un periodo di mantenimento di circa sei settimane. Ciò consente alle banche una gestione più flessibile della liquidità a breve termine. Inoltre, il vincolo aumenta la dipendenza degli istituti di credito dalle operazioni di rifinanziamento della BCE, facilitando il controllo delle condizioni monetarie. L'ammontare richiesto è calcolato in base a voci di bilancio, come i depositi con scadenza entro due anni.

¹¹ Di Giorgio, G. (2024).

Dal settembre 2023, le riserve obbligatorie non sono più remunerate, mentre gli eccessi di riserva possono essere depositati giornalmente presso la BCE, remunerati al tasso minimo ufficiale. In caso di inadempienza, sono previste sanzioni, fino all'esclusione dalle operazioni di politica monetaria. Oltre alla funzione monetaria, le riserve obbligatorie svolgono anche ruoli collaterali come strumenti di vigilanza prudenziale, mezzi di politica fiscale attraverso il signoraggio e meccanismi di controllo del credito e dei pagamenti.¹²¹³

1.2.2 Il modello di controllo della Fed

La Federal Reserve attua la propria politica monetaria intervenendo sul mercato delle riserve bancarie. Dal lato dell'offerta, le riserve si compongono di due elementi principali:

1. le *borrowed reserves* (BR), ovvero le riserve ottenute dalle banche attraverso la cosiddetta *discount window*, una linea di credito automatica fornita dalla Fed, che applica un tasso d'interesse definito *discount rate*;
2. le *nonborrowed reserves* (NBR), cioè riserve immesse tramite le operazioni di mercato aperto, prevalentemente nella forma di pronti contro termine. Quando la Fed acquista titoli di Stato, accredita le riserve corrispondenti sul conto della banca commerciale coinvolta. Queste operazioni, quindi, influenzano direttamente il livello complessivo di riserve presenti nel sistema bancario. In un contesto di abbondanza di riserve, la politica monetaria si fonda principalmente sulla gestione dei tassi d'interesse amministrati. Le operazioni di mercato aperto sono utilizzate regolarmente per mantenere un adeguato livello di riserve, così da rendere efficace l'uso di questi strumenti.

Dal lato della domanda, le riserve vengono detenute dalle banche statunitensi per esigenze di liquidità o come forma di diversificazione. Si parla, in questo caso, di *excess reserves* (ER), distinte dalle riserve obbligatorie che le banche erano tenute a mantenere fino al 2022. A partire dalla fine del 2008, le ER sono remunerate con un tasso che rappresenta il limite superiore del corridoio stabilito per il tasso sui *federal funds*.

L'equilibrio del mercato può essere riassunto attraverso le seguenti relazioni:

$$R_s = NBR + BR \text{ (offerta di riserve)}$$

$$R_d = ROB + ER \text{ (domanda di riserve)}$$

$$R_d = R_s \text{ (equilibrio)}$$

Nel corso del processo di "normalizzazione" della politica monetaria, avviato nel 2015 e attuato in maniera più concreta nel 2017-2018, la Fed ha introdotto nuovi tassi ufficiali.

¹² Di Giorgio, G. (2024).

¹³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.it.html>

Questo processo comprende l'introduzione di determinati strumenti pensati dalla Fed per ridurre le dimensioni del proprio bilancio e per aumentare gradualmente i tassi di interesse sul mercato monetario.

Oltre al tasso sulle riserve in eccesso (IOR), sono stati introdotti il tasso sulle *overnight reverse repurchase agreements* (ON RRP), applicato alla liquidità drenata temporaneamente da controparti quali *primary dealers* e altre istituzioni finanziarie non bancarie, e il tasso della *term deposit facility* (TDF), che remunera fondi vincolati per periodi più lunghi (una o più settimane). In un contesto caratterizzato da eccesso di riserve, la Fed si impegna a mantenere i tassi di mercato sopra una soglia che resta poco al di sotto del tasso *IOR*, in modo da assicurare la stabilità dell'intero sistema.¹⁴

1.3 Limiti della politica monetaria convenzionale in periodi di crisi

Gli strumenti di politica monetaria convenzionale in tempi anomali possono rivelarsi insufficienti per raggiungere l'obiettivo della banca centrale. Ciò avviene principalmente per due ragioni interconnesse: il limite strutturale del tasso di interesse a zero (*Zero Lower Bound, ZLB*) e l'alterazione dei meccanismi di trasmissione dovuta alla crisi.

1) Vincolo del tasso zero (ZLB)

Di norma, le banche centrali contrastano le recessioni abbassando i tassi di interesse. Tuttavia, quando questi si avvicinano allo zero, la politica monetaria tradizionale perde efficacia e ogni ulteriore stimolo può avvenire soltanto attraverso strumenti non convenzionali. Questo accade poiché i tassi nominali non possono scendere sotto lo zero. Se lo facessero, nessun soggetto sarebbe incentivato a concedere prestiti, preferendo detenere liquidità. Alcuni economisti definiscono questa situazione "trappola della liquidità". In una situazione del genere, una politica monetaria espansiva aumenta l'offerta di moneta, accrescendo la liquidità nel sistema, ma dato che i tassi di interesse non possono diminuire ulteriormente, l'aumento della liquidità non ha alcun effetto. Da qui il famoso aforisma dell'economista Keynes: "Si può portare il cavallo alla fontana, ma non lo si può costringere a bere". In altre parole, quando l'economia attraversa una fase di stagnazione e i tassi di interesse si trovano già su livelli molto bassi, ulteriori interventi espansivi sulla politica monetaria, finalizzati a ridurli ulteriormente, risultano privi di efficacia, in quanto incapaci di incentivare una ripresa significativa degli investimenti.¹⁵

¹⁴ Di Giorgio, G. (2024).

¹⁵ Mankiw, N. G., & Taylor, M. P. (2020).

2) Crisi finanziaria e rottura della trasmissione

Altri fattori che contribuiscono alla perdita di efficienza degli strumenti di politica monetaria convenzionale sono la perdita di fiducia e l'avversione al rischio che caratterizzano le crisi finanziarie e che prendono il sopravvento su banche e investitori, rendendoli non inclini ad erogare credito all'economia. Infatti, se il meccanismo di trasmissione è fortemente compromesso, le azioni monetarie convenzionali diventano decisamente inefficaci.

La crisi finanziaria globale del 2008, uno dei periodi più critici per il sistema economico internazionale, ha rivelato che potrebbe essere necessario ricorrere a strumenti non convenzionali anche prima che i tassi ufficiali di interesse raggiungano il cosiddetto limite inferiore. Quando nell'estate del 2007 iniziarono a emergere le prime tensioni sui mercati finanziari e le principali banche centrali intervennero per immettere ulteriore liquidità, si pensava ancora che gli strumenti tradizionali potessero risultare adeguati. Pur operando in un contesto di gravi disfunzioni, le pressioni presenti sul mercato interbancario dell'area euro furono inizialmente mitigate grazie a operazioni straordinarie di rifinanziamento a più lungo termine.

Tuttavia, la situazione cambiò radicalmente con l'acuirsi della crisi nei mesi di settembre e ottobre del 2008. I mercati videro la liquidità evaporare quasi completamente e il collasso della fiducia tra gli operatori minacciò di compromettere a lungo termine il normale funzionamento del mercato monetario europeo. In tale contesto straordinario, l'allentamento della politica monetaria mediante la sola riduzione dei tassi di riferimento non sarebbe stato sufficiente. Le decisioni di politica economica dovevano quindi tener conto della condizione eccezionale dei mercati. Le banche centrali, di fronte a una tale emergenza, hanno a disposizione diversi strumenti alternativi, la cui adozione dipende sia dalle caratteristiche istituzionali del sistema, sia dalla situazione specifica del settore bancario e dalla natura degli shock subiti.

Uno degli aspetti fondamentali da considerare nell'attuazione di politiche non convenzionali riguarda il rischio di compromettere il corretto funzionamento dei mercati, sostituendosi alle loro dinamiche naturali. Vi è il pericolo che gli operatori diventino eccessivamente dipendenti dalle risorse offerte dalla banca centrale, rendendo i canali di finanziamento alternativi meno attrattivi e riducendo la spinta a ripristinare condizioni di normale operatività. Quando gli strumenti standard risultano inefficaci per il raggiungimento degli obiettivi monetari, i responsabili delle politiche devono affrontare sfide complesse.

Anzitutto, il ventaglio delle misure non convenzionali è ampio e comprende interventi finalizzati ad allentare le condizioni di accesso ai finanziamenti. Con un insieme così variegato di opzioni, che possono anche essere combinate, è essenziale che i decisori definiscano chiaramente gli obiettivi intermedi delle loro strategie.

Questi possono includere, ad esempio, l'erogazione di liquidità straordinaria alle istituzioni bancarie o interventi mirati su specifici segmenti di mercato colpiti da carenze di liquidità o da forti ampliamenti degli spread di credito. Occorre quindi scegliere accuratamente le misure più idonee a conseguire tali scopi.

In secondo luogo, è indispensabile considerare i possibili effetti indesiderati di questi strumenti, prestando particolare attenzione al rischio di deterioramento della situazione patrimoniale della banca centrale e alla possibilità che si ostacoli la normale ripresa dei meccanismi di mercato.

In termini generali, le politiche non convenzionali si possono definire come tutte quelle misure orientate a incidere direttamente sul costo e sull'accessibilità dei finanziamenti esterni per banche, famiglie e imprese non finanziarie. Tali forme di finanziamento possono manifestarsi sotto forma di liquidità offerta dalla banca centrale, prestiti diretti, emissioni di titoli obbligazionari o acquisti di azioni.

Dal momento che il costo dei finanziamenti esterni è normalmente più elevato rispetto ai tassi interbancari a breve termine su cui si concentra tradizionalmente la politica monetaria, l'adozione di strumenti non convenzionali può essere vista come un tentativo di ridurre i differenziali esistenti fra le varie fonti di finanziamento.

Inoltre, poiché il loro scopo primario è migliorare le condizioni di finanziamento, la progettazione di tali strumenti deve necessariamente tener conto della struttura finanziaria complessiva, in particolare della rete attraverso cui i fondi si distribuiscono.¹⁶

Nel prossimo capitolo entreremo più nel dettaglio, analizzando quali sono state queste politiche non regolari adottate dalla BCE e dalla Fed per rispondere alle crisi finanziarie che hanno caratterizzato gli ultimi lustri.

¹⁶<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html#:~:text=by%20supplementary%20longer,the%20euro%20area%20money%20market>

2. Capitolo secondo: L'evoluzione delle politiche monetarie non convenzionali: dalla crisi del 2008 alla pandemia

Di fronte a una crisi finanziaria che da subito dava chiari segni di avere un impatto significativo sull'economia reale, le banche centrali hanno dato risposte di grande intensità. Tuttavia, si può notare una diversa intensità tra l'approccio della BCE, con interventi progressivi e coerenti ad una logica di continuità operativa, e quello della Federal Reserve, che ha portato ad una profonda ristrutturazione delle modalità d'azione e dell'utilizzo degli strumenti di intervento della politica monetaria. Tali diversità rappresentano le iniziali distintive configurazioni dei rispettivi regimi di politica monetaria europea e statunitense.¹⁷

2.1 La politica monetaria non convenzionale nell'esperienza della BCE

Dall'agosto 2007, con l'esplosione della crisi finanziaria globale, per garantire la corretta trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia reale, l'Eurosistema ha iniziato a mettere in atto una serie di misure di politica monetaria non convenzionale. Fin dalla fase iniziale dell'emergenza, a causa delle gravissime turbolenze che avevano colpito il mercato interbancario, era concreto il rischio di una contrazione dell'offerta di credito, conosciuta come *credit crunch*, a causa della carenza di liquidità e delle difficoltà di rifinanziamento riscontrate dalle banche. Infatti, nella prima fase, la BCE non ha tagliato subito i tassi di interesse, come invece ha fatto la Federal Reserve. Si è limitata piuttosto a intervenire fornendo liquidità al sistema. Questa risposta è stata individuata come reazione al blocco del mercato interbancario manifestatosi con la perdita diffusa di fiducia delle banche nella solidità finanziaria delle proprie controparti e nella loro capacità di adempiere agli obblighi contrattuali. In altre parole, la BCE ha mantenuto inizialmente il proprio approccio e le proprie modalità operative della politica monetaria inalterati. La situazione è cambiata radicalmente dopo il collasso di Lehman Brothers che, innescando un effetto domino che ha coinvolto rapidamente numerose istituzioni finanziarie di spicco sia negli Stati Uniti che in Europa, ha accelerato il deterioramento del contesto economico mondiale ed europeo, portando alla prima recessione mondiale dell'epoca post-bellica, che si è sviluppata nell'arco del 2009. In questo contesto, la prima risposta è stata l'introduzione delle operazioni di rifinanziamento a tasso fisso. Oltre a ciò, la crisi del debito sovrano, manifestatasi a partire dal 2010, ha poi portato a una crescente frammentazione finanziaria in area euro. Di conseguenza, a causa della crescita delle preoccupazioni degli investitori per la solidità fiscale di alcuni Paesi membri, si è assistito ad un ampliamento degli interventi anche ai mercati secondari dei titoli di Stato.

¹⁷ Di Giorgio, G. (2024).

L'aumento iniziale dei tassi di interesse sui titoli di Grecia, Irlanda e Portogallo si è propagato rapidamente, coinvolgendo presto anche l'Italia e la Spagna, che si sono ritrovate con oneri potenzialmente insostenibili rispetto ai fondamentali macroeconomici. Dalla seconda metà del 2011, oltre al taglio dei tassi ufficiali, sono state introdotte le *Long Term Refinancing Operations* (LTROs).¹⁸

- *Long Term Refinancing Operations* (LTROs)

Con LTROs si fa riferimento a interventi di rifinanziamento, denominati sia in euro che in valuta estera, caratterizzati da scadenze più lunghe rispetto a quelle tradizionalmente contemplate nell'assetto operativo standard della politica monetaria. Tali misure sono state introdotte con l'obiettivo esplicito di favorire il flusso di credito bancario verso l'economia reale. Le operazioni in questione prevedevano durate superiori ai tre mesi, arrivando fino a tre anni, rispondendo così alle crescenti necessità di provvista di liquidità da parte del sistema bancario. In particolare, tra la fine del 2011 e i primi mesi del 2012, la BCE ha messo in atto due operazioni straordinarie di rifinanziamento con una durata triennale e la possibilità per gli istituti partecipanti di rimborsare anticipatamente dopo dodici mesi. Il tasso di interesse applicato era variabile, determinato sulla base della media dei tassi delle operazioni principali di rifinanziamento effettuate durante l'intero arco temporale di ciascuna operazione. Questi strumenti sono stati concepiti per supportare il mantenimento della liquidità nei mercati monetari e incentivare la continuità nell'erogazione del credito bancario nell'area euro.¹⁹

Tra le altre iniziative implementate per ristabilire la corretta trasmissione della politica monetaria, spicca l'annuncio, nel terzo trimestre del 2012, della possibilità per la BCE di effettuare operazioni definitive di mercato aperto di acquisto di titoli di paesi in difficoltà (Programma di *Outright Monetary Transactions*, OMT).

- *Outright Monetary Transactions* (OMT)

Con operazioni cosiddette definitive si intende che nel momento in cui la banca centrale acquista un titolo obbligazionario ed emette riserve, non viene definito a priori quando quelle riserve verranno ritirate. Il 26 luglio 2012, durante un discorso tenuto a Londra, il presidente Mario Draghi dichiara nel suo famoso intervento sul *Whatever it takes* che la BCE era pronta a fare tutto il necessario per difendere l'euro, nel rispetto del suo mandato.

¹⁸ Di Giorgio, G. (2024).

¹⁹ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/operazioni-mercato/operazioni-non-convenzionali/index.html#:~:text=LTRO%20a%20tre%20anni%20,del%20mercato%20monetario%20dell%27area%20dell%27euro>

Successivamente, il 2 agosto, nel corso della conferenza stampa post-riunione del Consiglio Direttivo, Draghi precisa che la BCE era disposta a ricorrere a operazioni di mercato aperto a titolo definitivo. Infine, il 6 settembre 2012 sono state comunicate le specifiche tecniche del programma OMT: nessun limite quantitativo prefissato per l'ammontare degli acquisti, concentrazione su titoli con una durata residua fino a tre anni, parità di trattamento rispetto ad altri creditori (assenza di *seniority*) e condizionalità nell'attuazione del programma.²⁰

Nel 2014, la BCE decide poi di ridurre a 0,05% il tasso di intervento e di portare in territorio negativo (-0,2%) il tasso sui depositi, cercando di incentivare le banche a ricanalizzare su interbancario e mercato dei prestiti la liquidità quasi "gratuita" ottenuta attraverso le operazioni di mercato aperto. Nello stesso anno, vengono introdotte le operazioni mirate di rifinanziamento più a lungo termine, le cosiddette *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTROs).

- *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTROs)

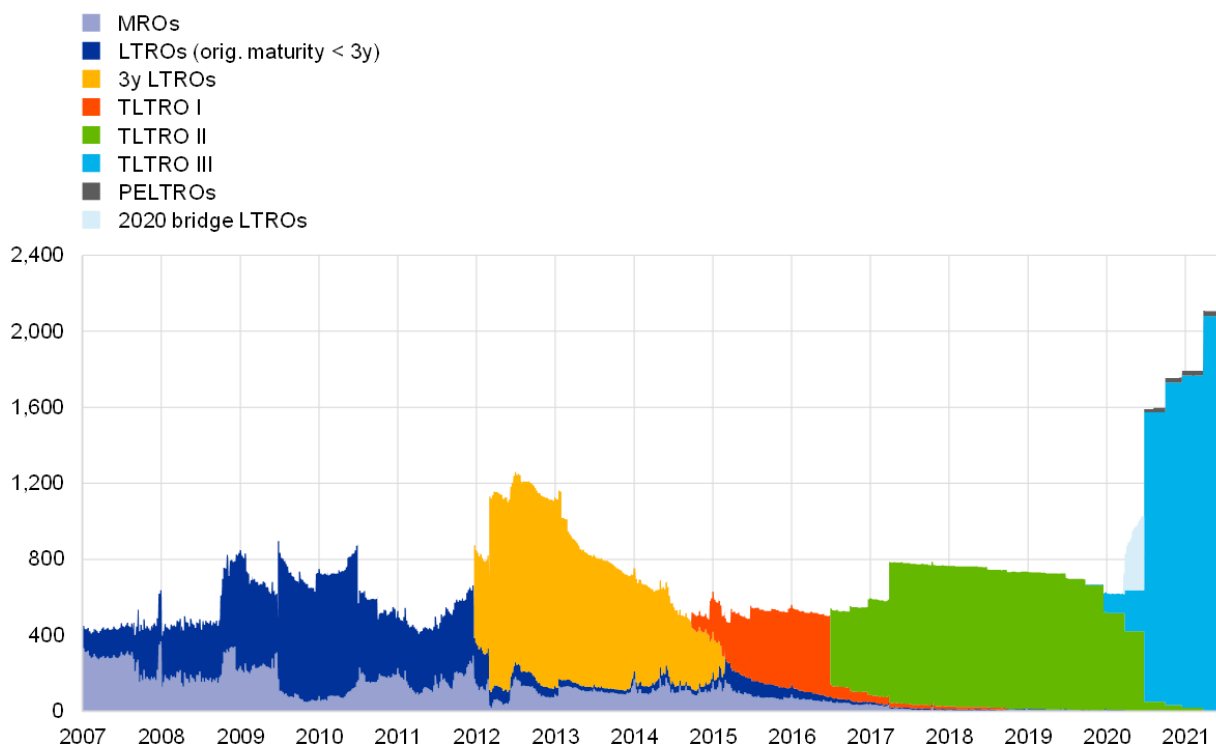
Tali operazioni hanno permesso agli istituti di credito di accedere a finanziamenti di lungo termine, fino a un massimo di quattro anni, a condizioni più vantaggiose rispetto a quelle di mercato. Il contesto macroeconomico in cui sono state concepite era caratterizzato da una bassa inflazione protratta nel tempo e dalla presenza di tassi di interesse negativi, elementi che richiedevano interventi non convenzionali per stimolare la crescita e sostenere la domanda. Nei primi due programmi, TLTRO I (avviato nel settembre 2014 e conclusosi nel settembre 2018) e TLTRO II (attivo da giugno 2016 a marzo 2021), il finanziamento ottenibile da ciascuna istituzione era legato all'ammontare dei prestiti concessi a società non finanziarie e famiglie (con esclusione di quelli per l'acquisto di abitazioni). Con il lancio del terzo programma, TLTRO III (avviato nel settembre 2019 e con scadenza a dicembre 2024), è stata introdotta una novità rilevante: non solo l'importo del finanziamento era legato all'erogazione di prestiti all'economia reale, ma anche il tasso di interesse applicato veniva modulato in base alla performance di credito della banca partecipante.

In sostanza, le banche che raggiungevano determinati obiettivi di prestito al settore privato potevano beneficiare di tassi d'interesse più favorevoli rispetto al tasso di riferimento delle operazioni di rifinanziamento principali. L'architettura del programma è stata progressivamente adattata per incentivare la domanda di liquidità da parte delle banche. Durante la crisi pandemica del 2020, ad esempio, la BCE ha portato il tasso d'interesse applicato fino al -1%, rendendo per la prima volta nella storia possibile per una banca commerciale ottenere un guadagno netto indebitandosi presso la banca centrale a tassi negativi e, in seguito, depositando la liquidità in eccesso a un tasso meno negativo (ad esempio -0,5%) o persino pari a zero.

²⁰ Altavilla, C., Giannone, D., & Lenza, M. (2014).

L'obiettivo sottostante a tali operazioni era dunque quello di stimolare la concessione di prestiti al settore privato, in particolare alle imprese non finanziarie e ai consumatori, offrendo incentivi economici diretti alle banche che contribuivano attivamente al sostegno dell'economia reale.^{21,22}

Figura 3: Prestiti dall'Eurosistema. Fonte: BCE



Il grafico mostra l'andamento dei prestiti dell'Eurosistema suddivisi tra le diverse linee di credito. Le MROs sono operazioni di rifinanziamento principali. Le LTROs (scadenza originaria < 3 anni) sono operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza originaria inferiore a tre anni.

Le 3y LTROs sono operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con scadenza originaria di tre anni. Le TLTRO I, TLTRO II e TLTRO III si riferiscono ai tre programmi di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Le PELTROs sono operazioni di rifinanziamento a lungo termine utilizzate per l'emergenza pandemica. Le 2020 bridge LTROs sono operazioni di rifinanziamento a più lungo termine introdotte per colmare il fabbisogno di liquidità tra l'annuncio della ricalibrazione delle TLTROs nel marzo 2020 e la prima operazione successiva nel giugno 2020.

²¹ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/operazioni-mercato/operazioni-non-convenzionali/index.html#:~:text=LTRO%20a%20tre%20anni%20,del%20mercato%20monetario%20dell%27area%20dell%27euro>

²² Sigmund, M., Nationalbank, O., Schuster, P., Council, A. F. A., Ferstl, R., & Valderrama, M. T.

Nel 2015, la BCE si converte al cosiddetto *quantitative easing* introducendo l'*Asset Purchase Program* (APP), e annuncia una manovra espansiva ponderosa finalizzata a scongiurare il concreto rischio di deflazione nell'eurozona.

- *Asset Purchase Program* (APP)

Le politiche di *quantitative easing* (QE) attuate dalla Banca Centrale Europea si sono storicamente concentrate sull'acquisto di titoli di Stato con scadenze lunghe da parte degli istituti bancari.

Tali interventi comprendono l'insieme dei programmi di acquisto, sia di titoli pubblici che privati, effettuati sul mercato secondario, con l'obiettivo principale di contrastare il rischio di una fase prolungata di inflazione troppo bassa, mantenere bassi i tassi d'interesse reali per incentivare la crescita economica e, in modo indiretto, contribuire alla sostenibilità del debito sovrano.

L'APP si suddivide in quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati varati in tempi diversi:

- 1) Il terzo *Covered Bond Purchase Program* (CBPP3, dal 20 ottobre 2014), che rappresenta operazioni condotte per acquistare obbligazioni bancarie garantite;
- 2) L'*Asset-Backed Securities Purchase Program* (ABSPP, dal 21 novembre 2014), programma finalizzato all'acquisto dei titoli cartolarizzati;
- 3) Il *Public Sector Purchase Program* (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro;
- 4) Il *Corporate Sector Purchase Program* (CSPP, dall'8 giugno 2016), precedentemente utilizzato per i titoli obbligazionari e a partire dal 2020, per le obbligazioni emesse da società non finanziarie dei paesi dell'euro sistema;²³²⁴

La logica alla base di questi interventi si articola su due assunti fondamentali.

Innanzitutto, i rendimenti dei titoli di Stato rappresentano un punto di riferimento per la valutazione dei titoli emessi da soggetti privati, i quali presentano un rischio maggiore. Di conseguenza, l'acquisto di titoli pubblici dovrebbe portare a una diminuzione generalizzata dei rendimenti, compresi quelli dei titoli privati, attraverso un meccanismo di ribilanciamento del portafoglio da parte degli investitori.

In secondo luogo, una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine è attesa favorire gli investimenti produttivi e incentivare la domanda aggregata, con effetti positivi sulla stabilità dei prezzi nel medio periodo.

²³ Lirosi, A. (2022).

²⁴ https://grafici.altavista.org/strumenti-di-politica-monetaria-non-convenzionale-della-banca-centrale-europea/?doing_wp_cron=1746262163.4873540401458740234375

In tale contesto, le banche svolgono un ruolo strategico per garantire l'efficacia della politica di QE, poiché fungono da canale di trasmissione tra la liquidità creata dalla banca centrale e l'economia reale. Se l'intento è quello di stimolare l'offerta di credito al settore privato, è essenziale che gli acquisti della banca centrale si concentrino su obbligazioni detenute dagli istituti di credito. In tal modo, la liquidità ricevuta in cambio dei titoli dovrebbe essere riutilizzata per sostenere nuove erogazioni di prestiti. Tuttavia, esiste la possibilità che le banche decidano di trattenere tale liquidità sotto forma di riserve presso la banca centrale, utilizzandola come risorsa precauzionale.

In uno scenario simile, l'iniezione monetaria non si traduce in un aumento dell'attività creditizia, restando confinata all'interno del sistema finanziario. Questo effetto collaterale può essere attenuato se l'intervento di politica monetaria viene attuato nel contesto di tassi ufficiali già prossimi al limite inferiore (zero o negativi), situazione in cui le riserve detenute presso la banca centrale non vengono remunerate o lo sono solo marginalmente. In tal caso, le banche sono meno incentivate a trattenere la liquidità in eccesso e più propense a utilizzarla per finanziare l'economia reale.

È importante notare, tuttavia, che l'adozione del *quantitative easing* al di sopra del limite inferiore dei tassi può comportare un'espansione più marcata del bilancio della banca centrale, accrescendo l'esposizione ai rischi finanziari.

Pertanto, la riuscita di tali operazioni dipende in larga misura dalla stabilità e dalla capacità del sistema bancario di svolgere il proprio ruolo di intermediazione. Se gli istituti di credito riducono la loro funzione di prestatori, l'efficacia del *quantitative easing* si riduce notevolmente, vanificando gli sforzi dell'autorità monetaria.²⁵

Nel marzo 2016 la Banca Centrale Europea ha intensificato il proprio programma di acquisto di attività (*quantitative easing*), ampliando la portata mensile degli acquisti fino a 80 miliardi di euro. Contestualmente, è stato deciso di estendere il perimetro degli strumenti finanziari oggetto degli acquisti, includendo anche le obbligazioni emesse da imprese private (titoli *corporate*), al fine di aumentare l'efficacia delle misure espansive. Successivamente, nel settembre 2019, durante l'ultima riunione operativa sotto la presidenza di Mario Draghi, il Consiglio Direttivo ha optato per una nuova attivazione del programma di QE, interrotto soltanto 9 mesi prima. In quella stessa occasione, il tasso sui depositi presso la BCE è stato ulteriormente abbassato, raggiungendo i -50 punti base, con l'intento di rafforzare l'orientamento accomodante della politica monetaria.

Tuttavia, l'impatto di queste decisioni si è rivelato insufficiente di fronte alla diffusione globale della pandemia da COVID-19, esplosa inizialmente in Cina e rapidamente estesa a livello mondiale.

²⁵<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html#:~:text=Let%20me%20first%20clarify%20what,central%20bank%20effectively%20manages%20the>

L'economia dell'area euro ha subito un drastico arresto sia dal lato della domanda aggregata, sia da quello dell'offerta, con proiezioni di contrazione del PIL reale nel 2020 comprese tra il 5% e oltre il 10%, a seconda delle stime. Per far fronte a questa crisi senza precedenti, l'Eurosistema ha potenziato gli strumenti già in essere, incrementando il programma di acquisto di titoli e affiancandolo a nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTROs) con scadenza fissata al 24 giugno 2020. L'obiettivo era quello di garantire continuità nell'erogazione del credito da parte degli istituti bancari a famiglie e imprese, nonostante il contesto straordinario. In parallelo, la BCE ha introdotto condizioni ancora più favorevoli per le TLTROs, rendendo possibile per le banche l'accesso alla liquidità con un tasso negativo fino a -100 punti base, condizionato alla concessione di nuovi prestiti all'economia reale. La risposta monetaria è stata ulteriormente rafforzata con l'introduzione del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), attraverso il quale la BCE ha messo a disposizione un ulteriore plafond di 750 miliardi di euro da destinare all'acquisto di titoli pubblici e obbligazioni societarie sul mercato secondario.

- *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP)

Il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) è stato introdotto dalla Banca Centrale Europea nel marzo 2020 come risposta straordinaria ai profondi rischi generati dalla pandemia di COVID-19 per le prospettive economiche e per il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area euro. Si è trattato di un programma temporaneo di acquisto di attività finanziarie, che ha incluso sia titoli emessi da enti pubblici sia strumenti del settore privato, concepito per affrontare in modo rapido ed efficace le tensioni nei mercati finanziari causate dalla crisi sanitaria globale.

Inizialmente dotato di un plafond pari a 750 miliardi di euro, il programma è stato successivamente ampliato in due occasioni. Il 4 giugno 2020, con un incremento di 600 miliardi di euro, e il 10 dicembre 2020, con un'ulteriore espansione di 500 miliardi di euro, raggiungendo così una dotazione complessiva di 1.850 miliardi di euro.

Tutti gli strumenti finanziari già idonei nell'ambito del programma ordinario di acquisto di attività (APP) risultavano eleggibili anche per il PEPP. Per quanto riguarda gli acquisti di titoli pubblici, la BCE ha fatto riferimento alla *capital key* dell'Eurosistema, ovvero alla quota di partecipazione di ciascuna banca centrale nazionale nel capitale della BCE, come criterio guida per la distribuzione geografica. Tuttavia, una caratteristica distintiva del PEPP è stata l'elevata flessibilità operativa. Gli acquisti sono stati effettuati in maniera dinamica, adattandosi alle condizioni prevalenti nei mercati finanziari, con l'obiettivo prioritario di evitare un irrigidimento ingiustificato delle condizioni di finanziamento, potenzialmente dannoso per il ritorno dell'inflazione verso il target.

Questa flessibilità ha riguardato sia la tempistica sia la composizione degli acquisti per classe di attività e per giurisdizione, garantendo una trasmissione più efficace della politica monetaria all'economia reale. Il 16 dicembre 2021, il Consiglio Direttivo ha deliberato la fine degli acquisti netti nell'ambito del PEPP, fissandone la conclusione per marzo 2022. Allo stesso tempo, è stato stabilito che i rimborsi dei titoli in scadenza sarebbero stati reinvestiti almeno fino alla fine del 2024, al fine di preservare condizioni di liquidità favorevoli e coerenza con l'orientamento della politica monetaria.²⁶

Al fine di prevenire o almeno contenere il rischio di nuovi episodi di tensione finanziaria su specifici paesi dell'area euro ritenuti vulnerabili all'eventualità di un rapido e significativo rialzo dei tassi d'interesse, la BCE ha introdotto nel luglio del 2022 un nuovo strumento volto a salvaguardare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, ovvero il *Transmission Protection Instrument (TPI)*.

- *Transmission Protection Instrument (TPI)*

Si tratta di un dispositivo che consente alla Banca Centrale Europea di tornare a un uso più flessibile e discrezionale delle operazioni di mercato aperto, cioè delle compravendite di titoli sul mercato secondario. A differenza degli strumenti temporanei come i *repos* o i *reverse repos*, il TPI non impone limiti predefiniti alla durata degli interventi, permettendo alla BCE di agire con maggiore libertà.

In virtù di questo strumento, che è stato soprannominato dalla stampa "scudo anti-spread", l'istituto di Francoforte ha la possibilità di acquistare, potenzialmente senza un tetto quantitativo, titoli, in particolare obbligazioni sovrane, con scadenze comprese tra uno e dieci anni.

La condizione per attivare questi acquisti è la presenza di anomalie nei prezzi dei titoli di Stato che non riflettano reali squilibri macroeconomici, politiche fiscali in contrasto con le indicazioni europee, mancanza di rispetto del quadro fiscale comune, né situazioni di insostenibilità conclamata del debito pubblico da parte del paese interessato.

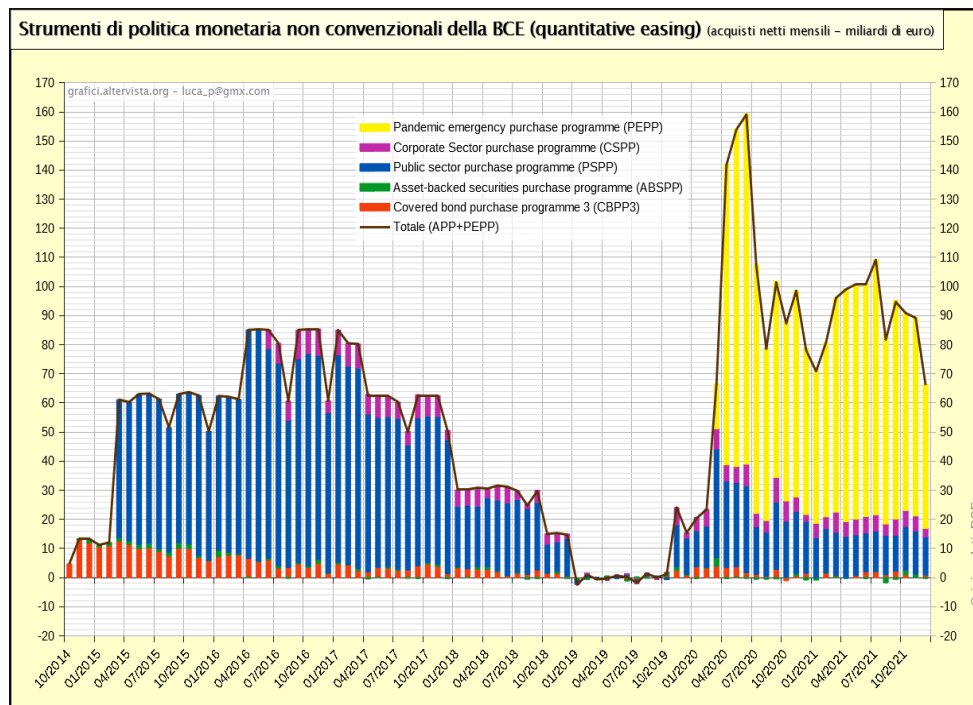
Il presupposto dell'intervento è quindi che i movimenti nei rendimenti siano il frutto di speculazioni di mercato e non di fondamentali economici deteriorati. Acquistando direttamente titoli di Stato di un paese sotto attacco speculativo, questo strumento permette dunque di contrastare ingiustificati aumenti degli spread sovrani. Infatti, aumentando la domanda in seguito all'acquisto, il prezzo dei titoli sale e di conseguenza il rendimento (e quindi lo spread) scende.

²⁶ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

Con l'introduzione del TPI, la BCE riconosce apertamente la necessità di mantenere un ampio margine di discrezionalità nel valutare quando e come intervenire per evitare che la trasmissione delle sue decisioni di politica monetaria ai mercati finanziari e all'economia reale venga compromessa. Questo rappresenta un ritorno a una gestione altamente discrezionale della politica monetaria, in contrasto con l'approccio basato su regole e obiettivi numerici che, dagli anni Ottanta fino alla crisi finanziaria globale, aveva favorito l'autonomia delle banche centrali e garantito maggiore trasparenza e coerenza nelle loro azioni.²⁷

Figura 4: Strumenti di politica monetaria non convenzionali della BCE.

Fonte: BCE



²⁷ Di Giorgio, G. (2024).

Figura 5: Prestiti BCE alle banche dell'Eurozona. Fonte: il Sole 24 ore



2.2 La risposta della Fed alle crisi finanziarie

Contestualmente alla Banca Centrale Europea, anche la Federal Reserve e le altre banche centrali delle economie avanzate hanno utilizzato strumenti di politica monetaria non convenzionale per affrontare le crisi, con l'obiettivo di fornire la liquidità necessaria agli istituti di credito, alle imprese e alle famiglie.

Per gli Stati Uniti, così come per altri paesi industrializzati, il punto di svolta decisivo è rappresentato dalla crisi finanziaria globale del 2007-2009. Questo evento, insieme alla successiva crisi del debito sovrano che ha colpito l'Europa, ha generato una recessione di ampia portata, che si è rivelata troppo profonda per poter essere contrastata unicamente tramite le usuali misure di politica monetaria. Esaurito lo spazio di manovra offerto dai tradizionali strumenti, la Federal Reserve ha fatto ricorso a nuovi strumenti, tra cui acquisti massicci di titoli finanziari (*quantitative easing*), comunicazioni più chiare e dettagliate riguardanti le intenzioni future della banca (*forward guidance*), oltre ad altri strumenti innovativi come programmi di credito, il controllo della curva dei rendimenti e i tassi di interesse negativi. In confronto alla BCE, la Fed si è mostrata più reattiva e aggressiva sin da subito, intervenendo con decisione già all'indomani del fallimento di Lehman Brothers, adottando una strategia espansiva attraverso il *quantitative easing* per tutto il 2010 e parte del 2011.²⁸

²⁸Bernanke, B. S. (2020).

- *Quantitative easing*

Con il termine "*quantitative easing*" si fa riferimento a una strategia di stimolo monetario che prevede l'acquisto di strumenti finanziari da parte della banca centrale presso soggetti privati, finanziato mediante la creazione di riserve. Sebbene alcuni abbiano descritto questa procedura come una "stampa di moneta", in realtà non si tratta di emissione fisica di contante, bensì di una trasformazione nei bilanci. Già da tempo, le banche centrali utilizzavano gli acquisti di titoli come parte delle proprie operazioni di mercato aperto, ma dalla crisi del 2008 e soprattutto durante l'emergenza sanitaria legata al COVID-19, queste operazioni sono diventate molto più estese, provocando un'espansione considerevole del bilancio degli istituti centrali. Inoltre, si è osservata una diversificazione nei tipi di strumenti acquistati: non più solo titoli di Stato, ma anche obbligazioni societarie, titoli garantiti da mutui e altri asset finanziari, benché i titoli pubblici siano rimasti lo strumento prevalente.

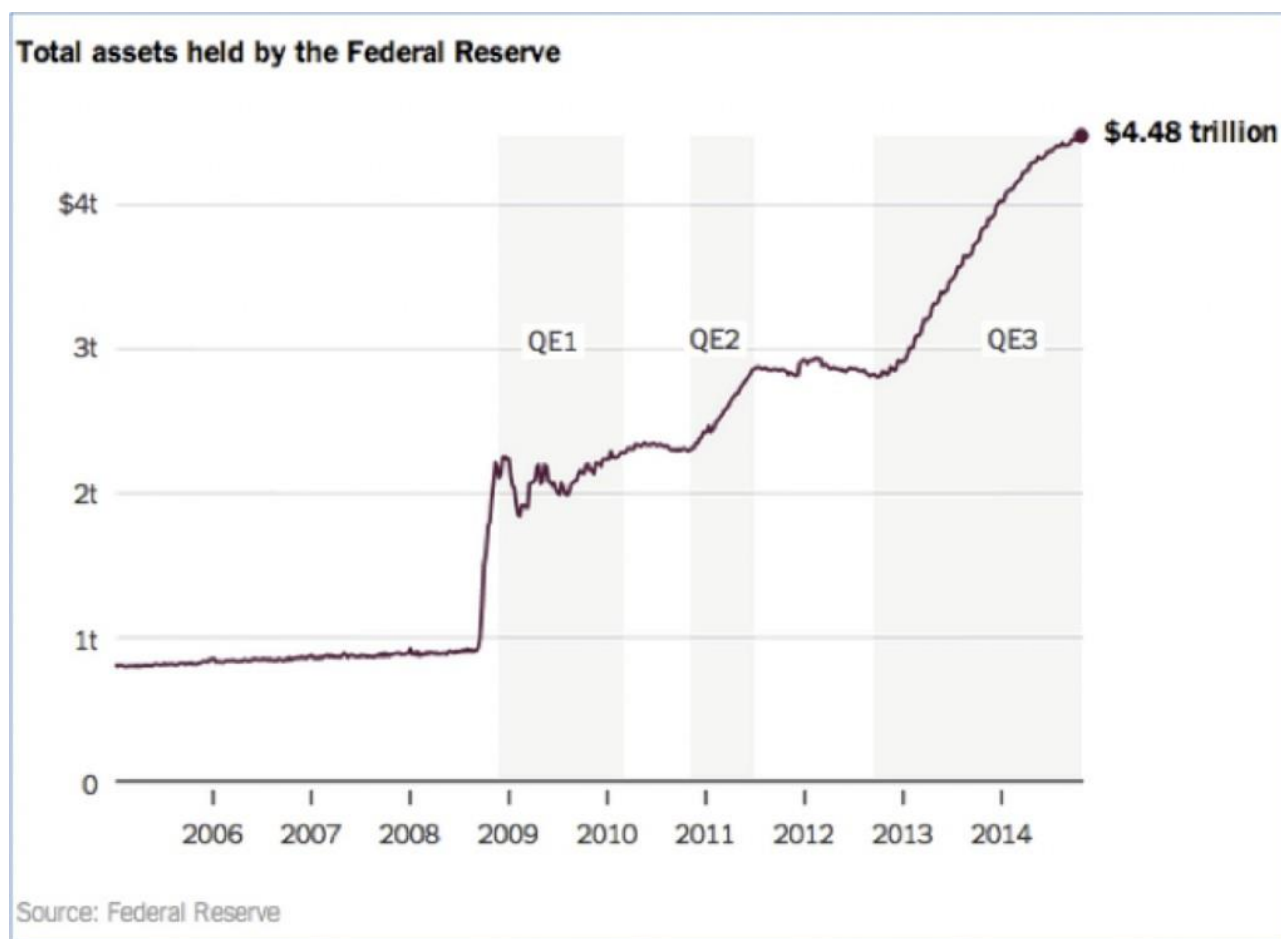
Le banche centrali possono fissare un obiettivo quantitativo (acquisto di una certa quantità di titoli) oppure un obiettivo di prezzo (intervenire per mantenere il rendimento entro un certo limite).

La Fed ha dato inizio al suo primo programma di acquisti straordinari nel novembre 2008, annunciando l'acquisizione di titoli garantiti da mutui (*mortgage-backed securities*, MBS) e di obbligazioni emesse da GSE come Fannie Mae e Freddie Mac.²⁹

Nel marzo 2009, con il lancio ufficiale del primo programma di QE (QE1), il Federal Open Market Committee ha deciso di incrementare l'acquisto di MBS e di includere nel programma anche i titoli del Tesoro statunitense. Complessivamente, il QE1 ha comportato un'espansione di bilancio di circa 1.725 miliardi di dollari. Negli anni successivi, seguirono altre fasi di QE: il QE2 (novembre 2010) con l'acquisto di 600 miliardi in Treasuries; l'Operazione Twist (settembre 2011), poi estesa nel giugno 2012, che mirava ad allungare la scadenza media del portafoglio della Fed vendendo titoli a breve termine per acquistare quelli a lungo termine; e infine il QE3 (settembre 2012), senza una scadenza predefinita, che prevedeva acquisti continuativi fino al miglioramento significativo delle condizioni occupazionali.

²⁹ <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/unconventional-monetary-policy.html#:~:text=conventional%20monetary%20policy%20helps%20a.puts%20upward%20pressure%20on%20inflation>

Figura 8: Totale delle attività detenute dalla Fed. Fonte: New York Times



La Fed ha intrapreso un aumento esponenziale dell'attivo dagli 800 miliardi circa di fine 2008 ai 4.500 miliardi di dollari di oggi. Lo ha fatto, come sappiamo, acquistando oltre 3.500 miliardi di titoli privati ma soprattutto di buoni del Tesoro. E immettendo dunque l'equivalente in denaro (o meglio in riserve della banca centrale), nelle banche commerciali.

Nel 2013, solo l'annuncio della possibilità di ridurre gli acquisti generò il cosiddetto "taper tantrum", con un incremento repentino dei rendimenti decennali. Gli acquisti cessarono definitivamente solo nell'ottobre 2014, per un totale netto di circa 3.800 miliardi di dollari, pari a circa il 22% del PIL statunitense del 2014. Gran parte degli asset acquistati era a lunga scadenza: tra il 2007 e il 2014, la duration media del portafoglio della Fed passò da 1,6 a 6,9 anni.

Le differenze tra le banche centrali risultano evidenti anche nella gamma degli asset acquistabili.

La Fed, limitata da vincoli legali più stringenti, ha potuto acquistare principalmente titoli del Tesoro e MBS garantiti dal governo.

Altre banche centrali hanno operato con maggiore flessibilità, acquistando anche titoli societari, obbligazioni bancarie garantite e in alcuni casi persino azioni. Il *quantitative easing*, riducendo i tassi di interesse a lungo termine tramite il meccanismo di ribilanciamento dei portafogli o mediante un effetto segnaletico, punta a ottenere effetti simili a quelli di una politica monetaria convenzionale: minori costi del capitale, incremento della ricchezza, deprezzamento della valuta e miglioramento dei bilanci aziendali dovrebbero favorire un incremento della domanda aggregata.³⁰

Il secondo nuovo strumento utilizzato da quasi tutte le principali banche centrali negli ultimi anni, oltre agli acquisti di attività, è la *forward guidance*.

- *Forward guidance*

La *forward guidance* riguarda la comunicazione sulle future intenzioni di politica monetaria. Tale strumento consente agli operatori di mercato e all'opinione pubblica di farsi un'idea sulle azioni future della banca centrale, comprese le traiettorie attese per il tasso di interesse di riferimento. Le forme assunte dalla *forward guidance* sono molteplici. Vanno dalla definizione di obiettivi di politica, alle previsioni economiche e agli interventi pubblici dei membri del board. In risposta alla crisi finanziaria, la Federal Reserve ha intensificato le proprie pratiche comunicative. Sono infatti state introdotte conferenze stampa periodiche del presidente, è stato formalizzato un obiettivo esplicito di inflazione, e sono state rese pubbliche le previsioni individuali dei membri del FOMC, incluse quelle sui tassi. Già nel 2003-2004 si erano visti esempi di *forward guidance*, con promesse come mantenere i tassi bassi per un periodo prolungato o normalizzarli a un ritmo graduale.

È utile distinguere tra due tipi di *forward guidance*. Quella “delfica”, puramente informativa, e quella “odisseica”, che incorpora un vincolo di comportamento. Nella prima forma, la banca centrale si limita a fornire indicazioni circa le proprie aspettative sull'economia e sulla politica monetaria.

Nella forma “odisseica”, invece, si assume un impegno condizionato, simile alla promessa di Ulisse legato all'albero della nave. Nell'agosto 2011, il FOMC ha annunciato che i tassi sarebbero rimasti vicini allo zero almeno fino a metà 2013, termine poi esteso prima alla fine del 2014 e successivamente a metà 2015.

La *forward guidance* può essere poi legata a una data (*calendar-based*) oppure a condizioni economiche specifiche (*state-contingent*). Nella prima, si indica un periodo minimo di mantenimento della politica accomodante. Nella seconda, si specificano condizioni, come inflazione e disoccupazione, che devono essere raggiunte per modificare la politica.

³⁰Bernanke, B. S. (2020).

Nel dicembre 2012, la Fed è passata alla guida condizionata. Ha promesso di non alzare i tassi fino a quando la disoccupazione non fosse scesa al di sotto del 6,5%, mantenendo però l'inflazione sotto controllo. In teoria, la *forward guidance* condizionata allo stato dell'economia è preferibile perché consente alle aspettative di aggiustarsi automaticamente rispetto ai dati in arrivo. Tuttavia, la *calendar guidance* risulta più semplice da comunicare e può essere modificata con flessibilità.

Durante le fasi di crisi, sia quella del 2007-09 che quella innescata dalla pandemia, le banche centrali hanno mantenuto i tassi ai minimi e attivato ulteriori misure per sostenere il sistema economico e finanziario. Una funzione essenziale della *forward guidance* è stata rafforzare la credibilità dell'impegno a mantenere i tassi bassi, influenzando così le aspettative dei mercati nel lungo periodo. Inoltre, ha consentito di chiarire i comportamenti attesi della banca in contesti straordinari, contribuendo a una maggiore stabilità delle aspettative macro-finanziarie.^{31,32}

Gli effetti delle crisi del 2008 e del debito sovrano hanno continuato a farsi sentire anche negli anni successivi, con una ripresa moderata nel biennio 2017-2018, ma senza un ritorno ai ritmi di crescita dei decenni precedenti. Negli USA, a partire dalla seconda metà del 2017, la politica monetaria ha iniziato un lento processo di normalizzazione, mediante una leggera riduzione del bilancio della Fed e un graduale rialzo dei tassi, che all'inizio del 2019 avevano superato il 2%.

Con lo scoppio della pandemia da COVID-19, la Fed ha tagliato rapidamente i tassi di 150 punti base in due settimane, riportandoli allo 0,25%, livello già mantenuto dal 2008 al 2015.

Nel 2020, in risposta alla crisi, la banca centrale statunitense ha iniettato 3.000 miliardi di dollari nell'economia tramite misure espansive, con un rapido incremento del proprio bilancio.

Oltre al QE, sono stati attivati programmi specifici di sostegno a imprese e famiglie. A partire dal 2020, la Fed ha modificato anche il proprio obiettivo di inflazione, passando dal target fisso del 2% a un obiettivo medio, che implica accettare temporanei superamenti del 2% per compensare periodi di bassa inflazione. Questa nuova strategia, accompagnata da tassi bassi prolungati, implica effetti potenzialmente rilevanti nel medio-lungo termine, fortemente influenzati dalle evoluzioni macroeconomiche e dalle dinamiche di crisi. Resta essenziale osservare la risposta della BCE, particolarmente sensibile alla stabilità dei prezzi.

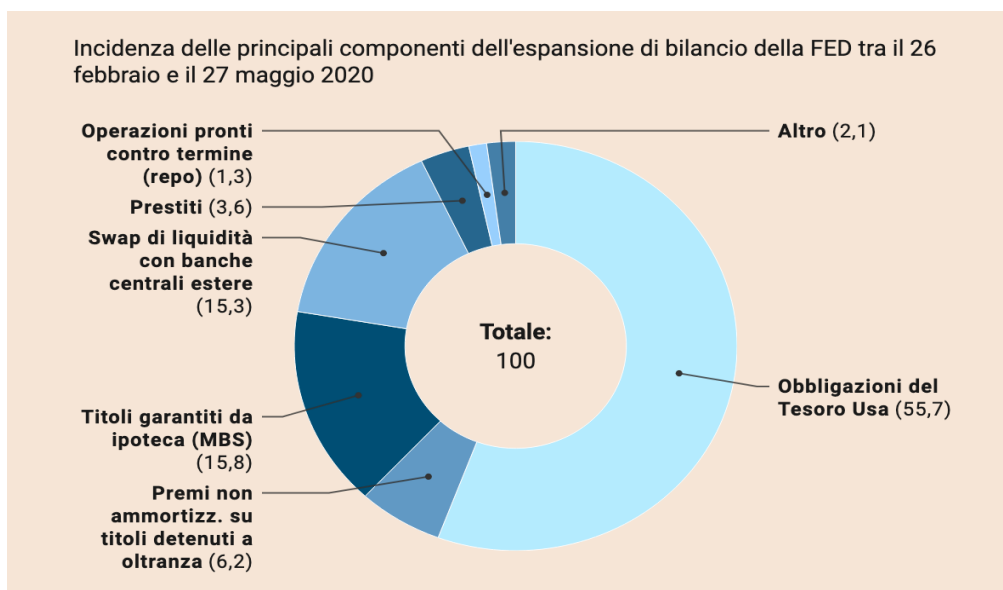
In conclusione, sebbene analizzati separatamente, QE e *forward guidance* operano spesso congiuntamente. Il QE comunica implicitamente il mantenimento di una politica accomodante, rafforzando l'efficacia della stessa *forward guidance*. La BCE, ad esempio, ha più volte dichiarato esplicitamente che i tassi sarebbero rimasti bassi anche dopo la fine dei programmi di acquisto.

³¹Bernanke, B. S. (2020).

³² <https://www.rba.gov.au/education/resources/explainers/unconventional-monetary-policy.html#:~:text=conventional%20monetary%20policy%20helps%20a,puts%20upward%20pressure%20on%20inflation>

In definitiva, l'obiettivo comune è abbassare i rendimenti a lungo termine, amplificando la trasmissione della politica monetaria quando i tassi ufficiali hanno già raggiunto il limite inferiore. Gli acquisti generano inoltre effetti di ribilanciamento nei portafogli degli investitori, con impatti su prezzi di altri asset e tassi di cambio. Infine, la Fed non esclude in via definitiva l'uso di tassi negativi, pur mostrando cautela per i possibili effetti collaterali; mantenere ambiguità strategica al riguardo può ampliare la flessibilità futura.

Figura 7: Le mosse della Federal Reserve. Fonte: *IlSole24ore*



Nell'ambito del QE, che da solo ha contribuito per il 77,7% all'intero incremento degli assets della banca centrale USA, la parte del leone spetta ovviamente ai titoli emessi dal Tesoro americano (US Treasuries): in soli tre mesi ne sono stati acquistati \$1635 miliardi che, sommati ai \$2474 miliardi già in portafoglio, portano la Fed a detenere oltre un quinto del debito federale.

Formalmente non si tratta di monetizzazione, ma è chiaro che ormai una fetta importante del debito pubblico statunitense è stata nazionalizzata nel bilancio della banca centrale.

Notevoli sono stati anche gli acquisti di titoli garantiti da ipoteca: dal 26 febbraio scorso ne sono stati comprati \$463 miliardi che si sono aggiunti agli oltre \$1370 miliardi già in portafoglio per un totale di \$1835 miliardi al 27 maggio.

2.3 Effetti macroeconomici delle politiche non convenzionali

Negli ultimi anni, gli strumenti di politica monetaria non convenzionali si sono dimostrati complessivamente efficaci nel fornire un margine aggiuntivo d'azione alle banche centrali, anche in presenza del vincolo rappresentato dal limite inferiore dei tassi d'interesse a breve termine. Nonostante vi sia un dibattito aperto sull'efficacia complessiva di tali strumenti, un'ampia parte della letteratura economica sostiene che gli interventi straordinari delle banche centrali, in particolare gli acquisti di titoli, abbiano contribuito in modo significativo a rendere più accomodanti le condizioni finanziarie, anche in contesti nei quali i mercati non presentavano particolari tensioni.

Dopo la crisi finanziaria globale, la mancanza di prove concrete nell'utilizzo del *quantitative easing* ha creato un'enorme incertezza tra gli accademici e gli operatori su quanto il suo intervento possa essere efficace per risollevare il sistema finanziario. Al riguardo, alcuni modelli teorici in quel momento ritenevano che il QE non avrebbe avuto alcun effetto, oppure solo temporaneo sui prezzi degli strumenti finanziari. Tuttavia, le autorità monetarie statunitensi erano convinte che il QE avrebbe funzionato almeno in parte rimuovendo il rischio di durata dal mercato dei *Treasury*, spingendo gli investitori a spostarsi su titoli a scadenza più lunga, come i *mortgage-backed securities* e le obbligazioni corporate. Allo stesso modo, ritenevano che gli acquisti diretti di MBS potessero contribuire ad abbassare lo spread tra i rendimenti dei *Treasury* e i tassi ipotecari, migliorando di conseguenza le condizioni creditizie.³³

Un ulteriore meccanismo attraverso il quale il QE sembra esercitare un impatto concreto è quello della cd. segnalazione. Tale meccanismo si verifica quando i mercati interpretano le azioni non convenzionali della banca centrale come indicatori affidabili delle loro intenzioni future, in particolare per quanto riguarda il mantenimento di bassi tassi a breve termine per un lungo periodo. Sebbene ci siano modelli teorici avanzati per spiegare questo effetto, nella pratica, questo si basa sulla percezione del mercato degli investitori sull'assetto della politica monetaria futura. Poiché gli annunci ufficiali sono sostenuti con una serie di dichiarazioni ufficiali, i partecipanti al mercato tendono a credere che le banche centrali non alzeranno i tassi fintanto che continueranno a comprare titoli.

Dato che gli annunci di QE sono generalmente accompagnati da indicazioni esplicite o implicite sulla durata del periodo di tempo durante il quale QE sarà attivo, e dato che l'interruzione dei programmi prima del termine concordato risulterebbe inaccettabilmente dannoso per la credibilità delle autorità monetarie, le aspettative sui futuri aumenti dei tassi scivolano nel tempo in caso di avvio o estensione di un programma di QE.

³³Bernanke, B. S. (2020).

Esistono poi effetti di tipo indiretto che meritano attenzione. Le variazioni dei premi a termine che derivano dal riequilibrio dei portafogli, se hanno un impatto sulle prospettive macroeconomiche, influenzano anche le attese degli investitori sui tassi futuri. Se il QE riesce a far scendere i tassi di interesse a lungo termine, sia tramite la riallocazione dei portafogli sia attraverso il canale della segnalazione, è ragionevole attendersi che l'economia reagirà in modo simile al caso in cui si verifichi un allentamento monetario convenzionale. Il costo del capitale diminuisce, la ricchezza finanziaria aumenta, la valuta si deprezza e la solidità patrimoniale migliora, con effetti positivi sulla domanda interna di beni e servizi.

Successivamente, se i prezzi degli asset hanno reagito meno rapidamente alle ondate successive di QE, ciò è derivato da condizioni di mercato ancora più stabili e dal fatto che la portata di queste ondate era ormai diffusa. Gli investitori erano infatti a conoscenza del tipo di asset che le banche centrali intendevano acquistare e di come avrebbero utilizzato gli strumenti a loro disposizione. Se i mercati hanno dunque anticipato il lancio di una nuova ondata di QE, è probabile che parte dell'impatto sui prezzi si fosse già verificato prima dell'annuncio ufficiale, riducendone la visibilità degli effetti attraverso le analisi degli eventi.

Un caso esemplificativo è quello del programma di QE della Banca Centrale Europea. Prima del lancio ufficiale, i mercati avevano già ricevuto segnali molto chiari dai *policy makers* e dagli organi di stampa, riducendo così la sorpresa al momento dell'annuncio.³⁴

Nonostante ciò, l'effetto sulle condizioni di finanziamento non è stato trascurabile. Infatti, il rendimento medio dei titoli di Stato decennali dell'area euro si è ridotto di circa 10 punti base immediatamente dopo l'annuncio.

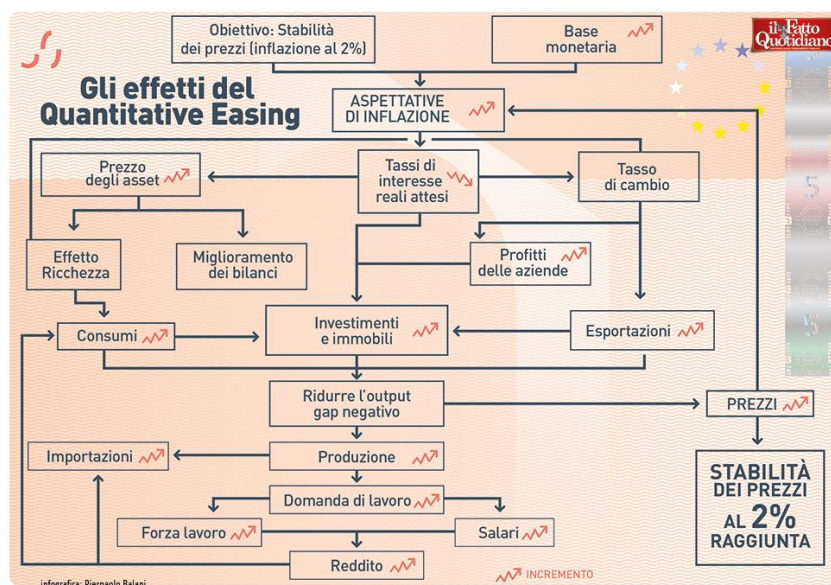
Un'analisi retrospettiva sull'impatto dei primi dodici mesi di QE della BCE mostra che nel periodo tra la decisione del settembre 2014 e l'autunno 2015 questo ha comportato una riduzione dei rendimenti medi decennali di circa 63 punti base. Una riduzione del genere è significativa dal punto di vista economico e, dati gli ordini di grandezza dei programmi, è del tutto paragonabile a quelle osservate nelle prime fasi del QE negli Stati Uniti, sebbene i mercati europei non presentassero segni evidenti di disfunzionamento nel 2015.

L'efficacia del QE si riflette anche su un ampio numero di variabili finanziarie. Una letteratura vasta e consolidata ha infatti dimostrato che la riduzione dei rendimenti dei titoli pubblici si trasmette ai mercati attraverso diversi canali. In particolare, comporta che i rendimenti dei bond privati scendano, i prezzi azionari crescano, il tasso di cambio si indebolisca e, in alcuni casi, si riscontri anche una flessione dei rendimenti obbligazionari di altri paesi.

³⁴Bernanke, B. S. (2020).

Allo stesso tempo, la *forward guidance* ha gradualmente acquisito importanza e credibilità come strumento di trasparenza riguardo alla strategia delle banche centrali, aiutando il mercato a comprendere le intenzioni dei *policy-makers*. Si tratta di un impulso ulteriore all'efficacia delle misure espansive, soprattutto in contesti in cui i tassi a breve erano già vicini allo zero, perché consente alle autorità monetarie di ancorare le aspettative e di rafforzare l'impegno verso politiche di basso costo del denaro continue nel tempo. A posteriori, è condivisa in maggioranza la convinzione che i timori iniziali riguardo ai costi e ai rischi legati agli strumenti non convenzionali fossero esagerati. Anzi, l'esperienza accumulata fino ad ora indica che essi dovrebbero invece essere considerati parte del repertorio standard delle banche centrali. Le loro dinamiche, pur diverse dalla gestione di politica monetaria tradizionale, producono effetti che i modelli macroeconomici confermano come favorevoli alla crescita dell'economia reale.³⁵

Figura 9: Gli effetti del quantitative easing. Fonte: Il Fatto Quotidiano



³⁵Bernanke, B. S. (2020).

Capitolo terzo: L'impatto del QE su l'economia reale di BCE e Fed

Il terzo e ultimo capitolo ha lo scopo di esaminare gli effetti del QE sulle principali variabili macroeconomiche dell'economia reale. In questo capitolo sono riassunti i contenuti di dieci *survey*, ossia rassegne della letteratura empirica, che sono state selezionate per dare una panoramica generale del dibattito economico sull'argomento. Le variabili macroeconomiche indagate sono inflazione, crescita economica e occupazione. L'obiettivo è di raggruppare i risultati in modo coerente e logico e confrontare le evidenze della Fed e della BCE. Oltre a esporre le conclusioni sulla letteratura esistente, si aggiungono alcune considerazioni critiche e suggerimenti per future ricerche.

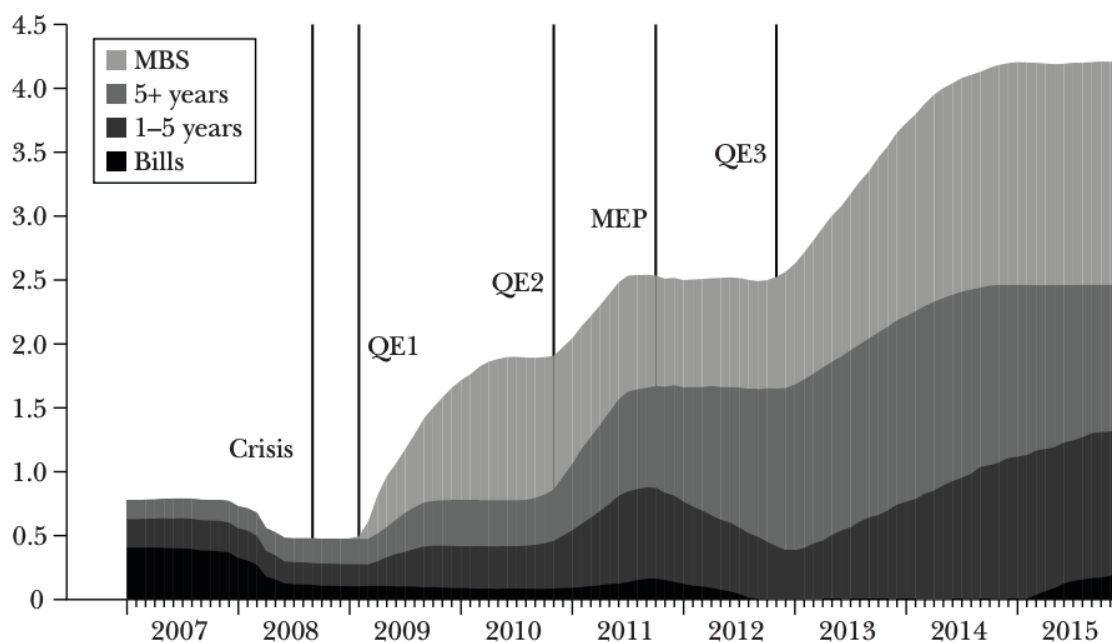
3.1 Effetti del QE sull'inflazione

Negli Stati Uniti, Sack et al. (2011) e Bhattarai e Neely (2016) concordano che il QE abbia contribuito ad aumentare l'inflazione rispetto a uno scenario di inattività, sebbene l'entità del fenomeno sia moderata e variabile. Martin e Milas (2012) affermano poi anche che gli acquisti di attività finanziarie da parte delle banche centrali abbiano aiutato a scongiurare la deflazione nelle fasi più acute della crisi, evitando cioè riduzioni ancora più massicce di output e inflazione.

Sempre secondo Bhattarai e Neely (2016), lo stimolo è poi più efficace in momenti di forti crisi finanziarie, mentre si indebolisce nei periodi più statici. Infatti, affermano che rispetto al QE1, con le successive ondate lo stimolo è divenuto via via meno potente. Kuttner (2018) concorda sul fatto che il QE1 sia stato efficace, ma che QE2 e QE3 abbiano avuto rendimenti decrescenti rispetto al primo. In ogni caso, le prime due fasi di QE della Fed (QE1 e QE2) avrebbero avuto l'effetto di alzare il livello dei prezzi di circa 1–3 punti percentuali rispetto allo scenario senza intervento. Da queste stime si può dunque dedurre che l'impatto del QE Fed è stato significativo ma moderato, escludendo la possibile minaccia di iperinflazione.

Complessivamente, quindi, il QE esercita una pressione al rialzo sui prezzi, ma con riferimento all'impatto quantitativo le stime variano. La *survey* di Papadamou *et al.* (2020) evidenzia che il numero di studi che trovano effetti debolmente positivi del QE su inflazione e crescita è nel complesso maggiore del numero di studi che trovano effetti fortemente positivi.

Figura 10: Composizione del portafoglio del conto di mercato aperto del sistema della Fed. Fonte: *'Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond'*, Kuttner (2018).



Nota: I risultati sono espressi in trilioni di dollari. Sono esclusi gli attivi associati a strumenti di liquidità temporanea e titoli del Tesoro USA a tasso variabile. “MBS” sta per titoli garantiti da ipoteca; “5+ anni” sta per titoli del Tesoro con scadenza pari o superiore a 5 anni; “1-5 anni” sta per titoli del Tesoro con scadenza compresa tra 1 e 5 anni. QE1, QE2 e QE3 sono tre programmi di allentamento quantitativo. MEP è il programma di estensione della scadenza.

In pratica, la maggior parte dei contributi riconosce un impatto espansivo, ma spesso giudicato moderato anziché risolutivo. Non sorprende quindi che l’inflazione sia rimasta bassa a lungo nonostante le politiche ultraespansive. Varie analisi documentate in Papadamou *et al.* (2020) mostrano miglioramenti contenuti dell’inflazione a seguito del QE, con effetti sul PIL positivi ma anch’essi non enormi. Questa inflazione poco reattiva era in linea con l’esperienza fino al 2019. Difatti, l’enorme espansione dei bilanci delle banche centrali aveva coinciso con un decennio di bassa inflazione nelle economie avanzate, sollevando il cosiddetto puzzle della “mancata inflazione” nonostante la crescita della quantità di moneta. Alcuni autori suggerivano che il QE fosse utile per scongiurare la deflazione, ma insufficiente da solo a riportare l’inflazione al target in assenza di altri fattori, come politiche fiscali espansive o shock esterni ai prezzi.

Un risultato chiave emerso dalle ricerche riguarda il ruolo delle aspettative di inflazione. Spesso il successo del QE viene misurato in base agli effetti sui rendimenti obbligazionari di lungo periodo e in base alle aspettative d'inflazione. Belke (2018) sottolinea che in questi casi l'efficacia degli acquisti straordinari viene valutata principalmente in base al ribasso dei tassi d'interesse a lunga scadenza, dato che i tassi a breve erano già allo zero, e all'incremento delle aspettative inflattive di medio termine indotto dal maggiore stimolo. In pratica, il QE mira a evitare che l'inflazione attesa scenda troppo sotto il target. Acquistando titoli e iniettando liquidità, la banca centrale segnala la determinazione a riportare l'inflazione al livello desiderato, influenzando così le aspettative dei mercati. Le indagini suggeriscono che questo canale delle aspettative ha funzionato soprattutto nelle fasi acute di crisi, stabilizzando le previsioni di inflazione che altrimenti sarebbero crollate. Ad esempio, nel caso della BCE, gli annunci di interventi, come l'OMT nel 2012, hanno contribuito a risollevare le aspettative d'inflazione nell'Eurozona, scongiurando il rischio di disancoraggio. Allo stesso tempo, si riconosce che l'entità effettiva dell'aumento dei prezzi dovuto al QE è stata relativamente contenuta. Infatti, in diverse economie l'inflazione realizzata è rimasta bassa a lungo, richiedendo ulteriori stimoli o misure complementari, come ad esempio la *forward guidance*, per convergere verso il 2%.

Per quanto riguarda l'area dell'euro, le evidenze indicano effetti ancora più contenuti sull'inflazione. Le prime misure non convenzionali della BCE, come ad esempio le LTRO, hanno fornito liquidità e stabilizzato i mercati, senza però riuscire a invertire nettamente la bassa dinamica dei prezzi. Sembra infatti che le operazioni straordinarie della BCE non abbiano prodotto effetti percettibili sul livello dei prezzi nell'eurozona. Solo con l'avvio del programma di QE vero e proprio nel 2015 si rilevano i contributi più tangibili.

Di fatto, mentre la Fed ha operato su un mercato dei capitali liquido e unificato, la BCE ha agito su un sistema bancocentrico e frammentato. L'acquisto di titoli ha faticato a tradursi in aumento del credito, e quindi di spesa, e quindi di prezzi. Ma allora ci si può chiedere: non sarebbe stato più efficace un coordinamento con politiche fiscali espansive, specie nei paesi più colpiti?

Fabo et al. (2021) sottolineano che, dopo anni di QE, i mercati hanno cominciato a mettere in dubbio la capacità delle banche centrali di centrare il target, specie in Europa. Questo ha sollevato interrogativi sulla credibilità stessa dell'obiettivo di inflazione.

Tuttavia, a differenza del decennio precedente, la fase post-2020 ha visto il ritorno dell'inflazione. Tra il 2021 e il 2022 l'inflazione nei paesi avanzati è infatti salita ai massimi da decenni (fino a oltre l'8-9% negli USA ed nell'Eurozona).

L'inflazione post-pandemica è stata però trainata principalmente dall'aumento dei prezzi energetici, da shock reali dal lato dell'offerta e da politiche fiscali espansive. Di conseguenza, il QE avrebbe avuto un ruolo solo marginale nel boom inflazionistico successivo al COVID-19, avendo contribuito semplicemente a stabilizzare i mercati.

Per anni, come detto, la relazione tra crescita della quantità di moneta e inflazione è parsa molto debole. Con la pandemia, potremmo aver osservato una sorta di cambio di regime. Infatti, durante la pandemia l'offerta di moneta è aumentata enormemente, e quando le economie hanno riaperto l'eccesso di moneta ha probabilmente alimentato la domanda proprio mentre l'offerta di beni e servizi era invece rigida. Ciò ha inevitabilmente contribuito all'impennata dei prezzi. Questo ha ricordato che l'espansione monetaria non è priva di rischi inflazionistici, soprattutto in presenza di shock avversi dal lato dell'offerta.

Per le banche centrali, questa inversione di rotta ha comportato che nel 2022 Fed e BCE non solo abbiano alzato aggressivamente i tassi di interesse, ma abbiano avviato il *quantitative tightening* (QT), ossia la riduzione graduale dei portafogli accumulati con il QE.

Come suggerito da Martin e Milas (2012), questa *exit strategy* è stata dunque iniziata in maniera molto graduale, per evitare di minare la stabilità di un mercato già fragile e di portare a rapidi aumenti dei tassi obbligazionari.

Un'altra importante linea di demarcazione esaminata da Fabo *et al.* (2021) è quella tra studi condotti all'interno delle banche centrali e studi accademici indipendenti. Risulta che i paper scritti da economisti di banca centrale tendono a riportare effetti del QE sull'inflazione e sul PIL sistematicamente più ampi rispetto a quelli stimati da ricercatori accademici puri. In pratica, le ricerche interne alle istituzioni monetarie dipingono un QE più efficace nel far salire i prezzi, e dunque nel sostenere l'economia, di quanto non facciano molti studi esterni. I ricercatori delle banche centrali spesso utilizzano un linguaggio più favorevole, enfatizzando gli aspetti positivi e minimizzando quelli negativi nei riassunti dei loro studi. D'altro canto, un contributo di Weale e Wieladek (2022) rianalizza i dati di Fabo *et al.* (2021), applicando metodi statistici più robusti e suggerisce che, una volta depurati alcuni *outlier*, le differenze quantitative tra i risultati provenienti dalle banche centrali e quelli accademici sul fronte inflazione/output non sono più significative sul piano statistico. Ciò indica che i risultati più ottimistici provenienti da studi interni possono dipendere da poche stime estremamente positive. Rimuovendo queste ultime, il quadro generale converge verso un effetto moderato del QE, riconosciuto da entrambe le comunità di ricerca.

La discussione rimane comunque aperta e vivace in quanto gli stessi Fabo *et al.* (2021) ribattono che quegli *outlier* in realtà corrispondono a studi influenti pubblicati su riviste rispettabili e che hanno orientato la percezione pubblica dell'efficacia del QE.

In ogni caso, questo dibattito mette in luce l'importanza di considerare con equilibrio i risultati, in quanto il consenso generale vede nel QE uno strumento efficace nel contrastare pressioni deflattive, ma senza illusioni di effetti inflattivi straordinariamente elevati.

In conclusione, il QE ha contribuito a stabilizzare l'inflazione dopo le grandi crisi, allontanando lo spettro della deflazione. Tutte le *survey* concordano sul fatto che il QE abbia esercitato pressioni inflazionistiche nella giusta direzione, ossia verso l'alto quando l'inflazione era troppo bassa. Nello specifico, la maggior parte degli studi analizzati rileva un impatto sul tasso d'inflazione, benché di entità variabile. Bhattarai e Neely (2016), riesaminando la letteratura empirica per gli USA, concludono che le misure non convenzionali hanno aumentato sensibilmente l'indice dei prezzi al consumo (CPI) negli Stati Uniti rispetto al trend che avrebbe avuto senza QE. Questo risultato deriva sia dall'effetto diretto del calo dei rendimenti sul costo del denaro, sia dall'effetto ricchezza e di portafoglio che hanno sostenuto la spesa aggregata.

Il QE ha dunque spinto i prezzi al consumo verso l'alto in misura moderata, facilitando il ritorno graduale verso i target delle banche centrali. Tutto ciò è avvenuto senza generare eccessi. L'inflazione è rimasta sotto controllo e, anzi, spesso inferiore al 2% durante gli anni di QE, obbligando le autorità a mantenere politiche accomodanti a lungo.

Questo equilibrio, cioè inflazione sostenuta ma non esplosiva, è in parte il risultato della credibilità delle banche centrali e della gestione attenta delle aspettative. Gli studi suggeriscono che i benefici inflattivi del QE hanno superato i costi, almeno fino ad ora. Bisogna però riconoscere che il QE non è una bacchetta magica per creare inflazione a piacimento. Difatti, se l'economia affronta shock deflattivi potenti, il QE può solo mitigare la caduta dei prezzi, non invertire immediatamente la tendenza. Pertanto, il ruolo del QE sull'inflazione va valutato come strumento di emergenza. Risulta utile per evitare la deflazione e mantenere l'ancoraggio dei prezzi, ma non destinato a creare pressioni inflazionistiche oltre il necessario nel lungo periodo.

3.2 Effetti del QE sulla crescita economica (PIL)

Oltre che sui prezzi, il *quantitative easing* mira a stimolare l'attività economica reale, sostenendo la crescita del PIL attraverso vari canali, come ad esempio la riduzione dei costi di finanziamento o il deprezzamento della valuta. Le indagini effettuate mostrano un consenso piuttosto diffuso sul fatto che il QE abbia supportato la crescita economica, attenuando la profondità delle recessioni e favorendo una graduale ripresa. In assenza degli interventi non convenzionali, il crollo del PIL durante la crisi finanziaria globale sarebbe stato probabilmente ben più grave.

Negli Stati Uniti si stima che le prime manovre di acquisto di titoli della Fed abbiano portato il PIL americano su un livello superiore di circa 1–3 punti percentuali entro il 2012 rispetto a come sarebbe evoluto senza QE. Chung et al. (2012) possono affermare, grazie ai risultati emersi da una simulazione svolta, che la riduzione di circa 70 punti base del *term premium* sui titoli decennali, attribuibile al QE, abbia reso il PIL USA circa 3% più alto nel biennio successivo alla crisi.

Allo stesso modo, Reza et al. (2015) trovano che gli acquisti della Fed possano aver ridotto di 0,8 punti percentuali il rendimento dei *treasury* decennali, traducendosi in un incremento del PIL di oltre il 2%. Queste cifre indicano che il QE ha avuto un effetto macroeconomico non trascurabile, specialmente nelle fasi iniziali post-crisi, contribuendo a sostenere la domanda aggregata quando la politica monetaria tradizionale era impotente.

Infatti, come abbiamo osservato per l'inflazione, anche per il PIL gli studi convergono sul fatto che i primi interventi di QE abbiano prodotto gli effetti maggiori, mentre si rilevano rendimenti decrescenti per i round successivi. Martin e Milas (2012) ritengono che la ragione dietro questo comune fenomeno sia dovuta al fatto che la prima volta che la banca centrale ha annunciato acquisti massicci, ha ottenuto uno shock di credibilità e sorpresa sui mercati, abbassando bruscamente i tassi a lungo termine.

Successivamente, però, i mercati hanno anticipato in parte queste mosse, rendendo addizionali riduzioni dei rendimenti via via più difficili, soprattutto quando i tassi erano già molto bassi. Kuttner (2018) riporta stime numeriche che confermano questa dinamica negli USA. Il QE1 della Fed (2008–09) avrebbe infatti evitato una contrazione aggiuntiva del PIL di circa il 3,5%, una spinta considerevole se confrontata col calo effettivo di circa 4,3% registrato durante la recessione. Il QE2 (2010) avrebbe aggiunto un ulteriore +1% al livello di PIL entro un anno. Infine, il QE3 (2012–14) avrebbe incrementato il PIL di appena lo 0,4% circa. Dunque, col passare del tempo e l'accumularsi dei programmi, il moltiplicatore macroeconomico del QE sembra essersi ridotto.

Altre analisi statistiche, come lo studio di Gambacorta et al. (2014) su 8 economie avanzate, trovano che uno shock di QE produca effetti sul PIL simili a quelli di un allentamento monetario convenzionale di pari entità. In poche parole, l'acquisto di titoli riesce a stimolare il prodotto quasi quanto un taglio dei tassi, pur con l'incertezza legata all'identificazione di tali shock.

Considerando differenze geografiche, l'effetto del QE sul PIL è stato più evidente nei paesi che hanno agito per primi e con maggiore aggressività (USA e UK), mentre in altre economie è emerso più lentamente.

Nel caso degli Stati Uniti, oltre ai dati già citati per i primi programmi, si possono menzionare analisi come quella di Engen, Laubach e Reifschneider (2015), secondo cui i vari interventi della Fed hanno avuto un impatto cumulato apprezzabile.

I loro modelli indicano che, grazie al QE, il PIL statunitense nel 2012 risultava il 3% più elevato, con circa 2 milioni di posti di lavoro in più, rispetto allo scenario senza stimoli.

D'altra parte, per l'Eurozona le evidenze sono inizialmente meno univoche e i risultati meno marcati. Si stima un impatto dello 0,3% annuo sul PIL. Ciò che comunque rimane evidente è che sia stato il ritardo della BCE (inizio del QE nel 2015 rispetto al 2009 della Fed) ad aver limitato l'impatto iniziale.

Come anticipato, i primi strumenti non convenzionali della BCE, come ad esempio le operazioni OMT annunciate nel 2012, erano mirati soprattutto a ridurre gli spread sovrani e a ristabilire il funzionamento del mercato del credito, più che a stimolare direttamente la domanda interna. Haldane et al. (2016), infatti, osservano che non si rileva un impatto significativo sul livello del PIL dell'area dell'euro associato a quei primi interventi, sebbene abbiano avuto effetti su altri indicatori finanziari. Questo si riflette nei dati di crescita europei post-2010. L'Eurozona ha infatti vissuto una doppia recessione e un recupero più lento, con il PIL che ha tardato a tornare ai livelli pre-crisi. Solo con il QE vero e proprio lanciato dalla BCE nel 2015 (più ampio e prolungato) si è osservata un'accelerazione della crescita del PIL, anche se questa è coincisa con altri fattori (deprezzamento dell'euro, ripresa globale) rendendo complesso isolare l'effetto dei soli acquisti BCE.

In sintesi, il tempismo e la portata del QE contano. Difatti, dove si è intervenuti presto e con massa critica, la traiettoria del PIL è risultata sensibilmente migliore che in assenza di intervento. Di contro, dove il QE è arrivato più tardi o in modo più limitato, la crescita reale è rimasta anemica più a lungo. Ciononostante, anche prima del 2015 alcune misure della BCE, per esempio gli LTRO mirati, hanno evitato crolli del credito e dell'attività. Si calcola ad esempio che le operazioni non convenzionali della BCE abbiano portato la produzione industriale dell'Eurozona su un livello di circa il 2% più alto nell'arco di quattro anni rispetto a uno scenario senza interventi. Ciò ha evitato ulteriori perdite di PIL, pur non traducendosi, come visto, in un aumento dell'inflazione. Le ragioni di un impatto relativamente minore del QE in Europa vengono ricondotte a vari fattori strutturali.

La trasmissione al costo del credito per imprese e famiglie è mediata dalle banche, che durante la crisi erano impegnate a rafforzare i bilanci e meno pronte ad ampliare i prestiti. Negli Stati Uniti invece, l'acquisto massiccio di bond ha abbassato direttamente i tassi di mercato, stimolando investimenti e consumi. Inoltre, le condizioni eterogenee dei paesi membri, alcuni in forte recessione, altri meno colpiti, hanno fatto sì che un QE uniforme della BCE avesse effetti sbilanciati. In particolare, rischiava di sovra-stimolare le economie già in ripresa e al contempo risultare insufficiente per quelle più in difficoltà. Anche considerazioni di rischio e limiti, ad esempio l'allocazione per capitale e il divieto di dominanza fiscale, hanno portato la BCE a implementare il QE in modo più cauto e graduale rispetto alla Fed, contenendo l'impatto immediato sul PIL.

Tutto ciò aiuta a spiegare perché, nelle *survey* analizzate, il consenso è che il QE della Fed abbia avuto effetti più robusti sulla crescita rispetto al QE della BCE. Ciononostante, come detto in entrambi i contesti, il QE viene valutato positivamente per aver sostenuto la ripresa.

Un altro nodo emerso più volte è la struttura bancaria dell'economia europea.

Come osserva Kuttner (2018), negli USA il QE agisce attraverso i mercati dei capitali, riducendo i tassi e incentivando investimenti.

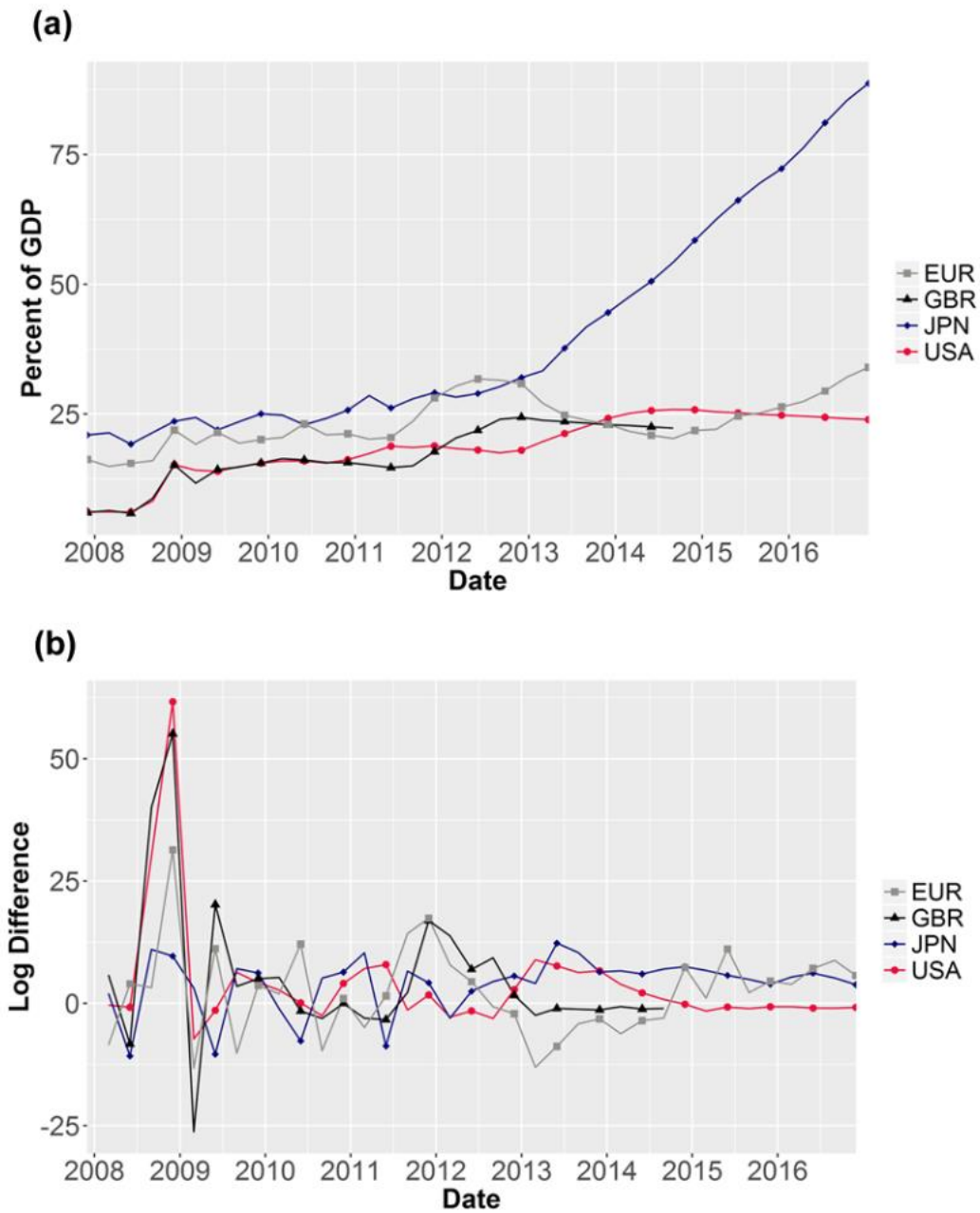
Nell'Eurozona, invece, il canale dominante è quello bancario, più lento e spesso ostruito da problemi di capitale e regolamentazione. In sintesi: stesso strumento, ma trasmissione inefficiente.

Un dato interessante è che nel 2021–22, nonostante il QE ancora in corso, sia la crescita sia l'inflazione sono aumentate bruscamente. Tuttavia, la ripresa post-pandemica è avvenuta per effetto delle riaperture e dei massicci stimoli fiscali, più che grazie al QE.

Anche riguardo alla crescita reale, comunque, troviamo divergenze di vedute tra gli studi. Come per l'inflazione, alcune ricerche dipingono un QE molto incisivo sul PIL, altre più scettiche. Papadamou et al. (2020) notano che gli studi che registrano effetti deboli del QE sui prezzi spesso riportano effetti altrettanto deboli sul PIL. In effetti, se la reazione dell'inflazione è tenue, è segno che anche la domanda aggregata non è stata spinta a sufficienza, e quindi il PIL non può che aumentare di poco. Molte analisi accademiche tendono a stimare moltiplicatori modesti, attribuendo al QE miglioramenti del PIL nell'ordine di frazioni di punto percentuale per ogni 100 miliardi di acquisti. Alcuni studi interni alle banche centrali hanno presentato risultati più ottimistici. Fabo et al. (2021) documentano poi, come già accennato in precedenza, che i ricercatori delle banche centrali riportano aumenti del PIL dovuti al QE sistematicamente maggiori e più frequentemente significativi, rispetto ai colleghi accademici. Ad esempio, nei 54 studi esaminati da Fabo e coautori, tutti gli articoli scritti da economisti di banca centrale trovano un effetto del QE sul PIL statisticamente significativo, mentre solo la metà circa degli studi accademici ottiene un risultato significativo.

In linea generale, dalle *survey* emerge che il QE ha sostenuto la crescita, evitando che le recessioni si trasformassero in depressioni prolungate. Ha contribuito ad aumentare il PIL reale rispetto a scenari di inerzia, specie nelle fasi di stress finanziario acuto. Tuttavia, l'entità di questo sostegno non è stata tale da generare da sola un boom economico, ma sufficiente a fare la differenza tra ulteriore declino e stabilizzazione. Lombardi et al. (2018) sintetizzano efficacemente questo punto giungendo alla conclusione che le politiche monetarie non convenzionali possono prevenire il collasso economico, ma non sono progettate per stimolare una crescita economica più forte nel lungo periodo.

Figure 11: (a) Attività della Banca Centrale in percentuale del PIL. (b) Tasso di variazione trimestrale delle attività della Banca Centrale in percentuale del PIL. Fonte: 'A survey of the international evidence and lessons learned about unconventional monetary policies: is a 'new normal' in our future?' Lombardi et al. (2018).



3.3 Effetti del QE su occupazione e mercato del lavoro

Un ulteriore aspetto cruciale dell'impatto reale del QE riguarda il mercato del lavoro. Sebbene le banche centrali formalmente concentrino il loro mandato su inflazione – e, per la Fed, anche occupazione – il legame tra QE e occupazione è indiretto ma ugualmente importante. Stimolando l'attività economica, il QE dovrebbe favorire la creazione di posti di lavoro rispetto allo scenario in cui l'economia ristagna per carenza di liquidità e credito. Le evidenze delle *survey* confermano che il QE ha avuto effetti positivi anche sull'occupazione, attenuando la disoccupazione rispetto al caso in cui non si fosse intervenuti. Tuttavia, analogamente a quanto visto per crescita e inflazione, si tratta di effetti gradualisti e di entità modesta. Importanti cioè per evitare il peggio, ma non sufficienti da soli a riportare rapidamente la piena occupazione.

La Fed, avendo anche il mandato della piena occupazione, ha valutato con attenzione questo profilo. Le analisi mostrano che il QE negli USA ha contribuito a ridurre sensibilmente il tasso di disoccupazione. In base ai modelli della Fed, senza i programmi di acquisto la disoccupazione statunitense avrebbe raggiunto livelli ben più elevati. Si stima, ad esempio, che alla fine del 2009 il tasso di disoccupazione USA sarebbe stato di circa 0,75 punti percentuali più alto se la Fed non avesse adottato misure non convenzionali. L'effetto cumulato nel tempo è ancora più evidente. In particolare, grazie alle varie fasi di QE, il tasso di disoccupazione nel 2012 risultava inferiore di circa 1,5 punti percentuali rispetto a come sarebbe stato senza stimoli. Questa stima, fornita da Chung et al. (2012) e ripresa anche dall'allora Presidente della Fed di San Francisco, John Williams, implica che il QE ha salvaguardato e creato un numero significativo di posti di lavoro negli Stati Uniti. In termini qualitativi, la letteratura concorda che l'aumento di PIL indotto dal QE abbia evitato un ulteriore deterioramento del mercato del lavoro americano, riducendo sensibilmente la gravità della disoccupazione dopo la crisi finanziaria. Naturalmente, man mano che la ripresa economica si consolidava, anche grazie al QE stesso, l'incremento occupazionale derivante da nuovi acquisti si è affievolito, ma nelle fasi critiche l'impatto è stato tutt'altro che trascurabile.

Negli Stati Uniti, la Federal Reserve ha reso particolarmente chiaro il legame tra QE e obiettivi occupazionali durante il terzo round di acquisti. A fine 2012, la Fed annunciò che avrebbe proseguito il QE3 fintanto che non si fosse osservato un miglioramento significativo delle condizioni del mercato del lavoro. In pratica, la politica fu agganciata a un valore soglia di disoccupazione. Finché il tasso di disoccupazione fosse rimasto sopra il 6,5%, gli acquisti sarebbero continuati. Questo approccio, che si può intendere come una sorta di *forward guidance* legata all'occupazione, rifletteva la forte enfasi della Fed sul risanamento del mercato del lavoro post-crisi.

In effetti, con il sostegno del QE e dei tassi a zero, il mercato del lavoro USA mostrò un miglioramento costante. Dal picco del 10% nel 2009, il tasso di disoccupazione scese al di sotto del 7% nel 2013 e continuò a calare fino a circa il 5% nel 2015, quando la Fed iniziò a ridurre gli stimoli. Gli studi econometrici attribuiscono al QE una parte non trascurabile di questa ripresa occupazionale. Ad esempio, le analisi di Wu e Xia (2016) citate da Kuttner (2018) indicano che la riduzione dello *shadow rate*, un tasso sintetico che incorpora l'effetto del QE, ha abbassato il tasso di disoccupazione di circa 1 punto percentuale nel periodo 2009–2013. In modo simile, Engen *et al.* (2015) stimano che, grazie al QE, il tasso di disoccupazione USA fosse di 1,2 punti più basso alla fine del 2013, sempre rispetto al caso in cui la Fed non avesse adottato politiche non convenzionali. Si tratta di effetti decisamente significativi. Una diminuzione di 1–1,2 punti di disoccupazione può equivalere, per l'economia americana, a circa 1–2 milioni di posti di lavoro in più salvaguardati o creati.

In termini concreti, quindi, il QE ha accelerato la riassunzione di lavoratori dopo la crisi finanziaria, aiutando a far rientrare la disoccupazione dal livello eccezionalmente alto in cui era salita.

Nel caso dell'Eurozona, dove il mandato primario della BCE è la stabilità dei prezzi, gli effetti del QE sul mercato del lavoro sono stati più indiretti e contenuti. In effetti, nonostante il massiccio QE avviato nel 2015, la zona euro ha impiegato anni per riportare la disoccupazione su livelli pre-crisi, segno che il QE da solo non poteva risolvere problemi strutturali o di domanda aggregata debole in alcuni Paesi. Le *survey* evidenziano che la trasmissione all'occupazione avviene attraverso il rilancio della crescita e del credito. Essendo questo canale in Europa meno efficiente per via del *credit crunch* bancario, l'effetto finale sull'occupazione risulta attenuato. Va comunque notato che la letteratura accademica disponibile sull'impatto occupazionale del QE è più scarsa rispetto a quella su PIL e inflazione. In ogni caso, sul fronte occupazionale il giudizio complessivo delle *survey* è che il QE ha evitato picchi di disoccupazione ancora più alti, soprattutto negli USA, mentre nell'Eurozona il suo impatto è stato più limitato e necessitava dell'accompagnamento di politiche fiscali e di riforma per tradursi in una piena ripresa del mercato del lavoro. La scarsità di stime dirette non significa però che il tema sia marginale. Viene infatti spesso trattato come conseguenza dell'aumento del PIL, in modo implicito. Va inoltre notato che distinguere l'effetto specifico del QE su scala europea è difficile, poiché vi hanno concorso anche fattori ciclici globali e politiche nazionali. Tuttavia, confrontando l'esperienza europea con quella americana, appare chiaro che il ritardo nell'attuare il QE da parte della BCE si è tradotto in una ripartenza più lenta dell'occupazione. Mentre gli USA già dal 2010 creavano nuovi posti di lavoro in numero consistente, l'Eurozona ha continuato a perdere occupati fino al 2013. Si può quindi sostenere che un'implementazione anticipata di QE nell'area euro avrebbe probabilmente aiutato a frenare prima l'emorragia di posti di lavoro.

Questa lezione è riconosciuta implicitamente anche dalla BCE, che durante la pandemia ha reagito con grande rapidità proprio per evitare un nuovo shock occupazionale.

Dal punto di vista invece dei meccanismi di trasmissione, il QE influisce sull'occupazione attraverso gli stessi canali della politica monetaria tradizionale, operanti solo sui segmenti a lungo termine e in condizioni estreme. La logica prevede che di fronte a tassi d'interesse più bassi, il costo del capitale diminuisca. Ciò comporta più investimenti da parte delle imprese e una maggiore spesa delle famiglie, che aumentano la domanda aggregata di beni e servizi con la conseguenza che le imprese devono assumere più lavoratori per far fronte a questo aumento. Inoltre, tramite il canale bancario, il QE migliora la liquidità e il capitale delle banche, incentivandole a concedere più prestiti a famiglie e imprese. Ciò facilita l'avvio di nuove attività e l'espansione di quelle esistenti, con effetti positivi sull'occupazione.

Un altro canale è quello delle aspettative. In pratica, segnalando che la banca centrale farà “tutto il necessario” per sostenere l'economia, il QE può aumentare la fiducia di consumatori e imprenditori nel futuro, spingendoli a spendere e investire anziché rimandare. Questo sostiene la produzione e quindi l'impiego. Tutti questi meccanismi erano in gioco durante gli anni post-crisi. Grazie al QE, i tassi sui prestiti e sulle obbligazioni societarie sono crollati ai minimi storici, molte aziende sono riuscite a finanziarsi e a evitare fallimenti, e alcune hanno potuto assumere approfittando del basso costo del denaro. Ovviamente l'impatto sull'occupazione si manifesta con un certo ritardo, perché le imprese decidono di assumere nuovo personale solo quando vedono una ripresa sostenuta degli ordini. È per questo che gli effetti massimi del QE sull'occupazione tendono a vedersi qualche trimestre dopo quelli sui mercati finanziari e sul PIL. Ad esempio, negli USA la prima fase di QE terminò nel 2010, ma la disoccupazione continuò a scendere gradualmente per vari anni.

Analogamente all'inflazione e al PIL, anche sul tema dell'occupazione le varie *survey* segnalano intensità differenti degli effetti stimati. Alcuni studi, spesso quelli interni alle banche centrali, dipingono un contributo del QE alla riduzione della disoccupazione piuttosto rilevante, altri più marginale. Fabo et al. (2021), ad esempio, confrontano decine di studi in termini di output e prezzi, ma non analizzano in dettaglio i dati sulla disoccupazione, riflettendo il fatto che la maggior parte delle ricerche si concentra sulle variabili macro aggregate più immediate. Ciò non toglie che le differenze di prospettiva da loro evidenziate e già ampiamente analizzate abbiano implicazioni anche per l'occupazione. Se uno studio di banca centrale prevede un forte aumento del PIL grazie al QE, implicitamente presupporrà anche una robusta creazione di posti di lavoro tramite la relazione PIL-occupazione. Viceversa vale dunque per gli studi accademici.

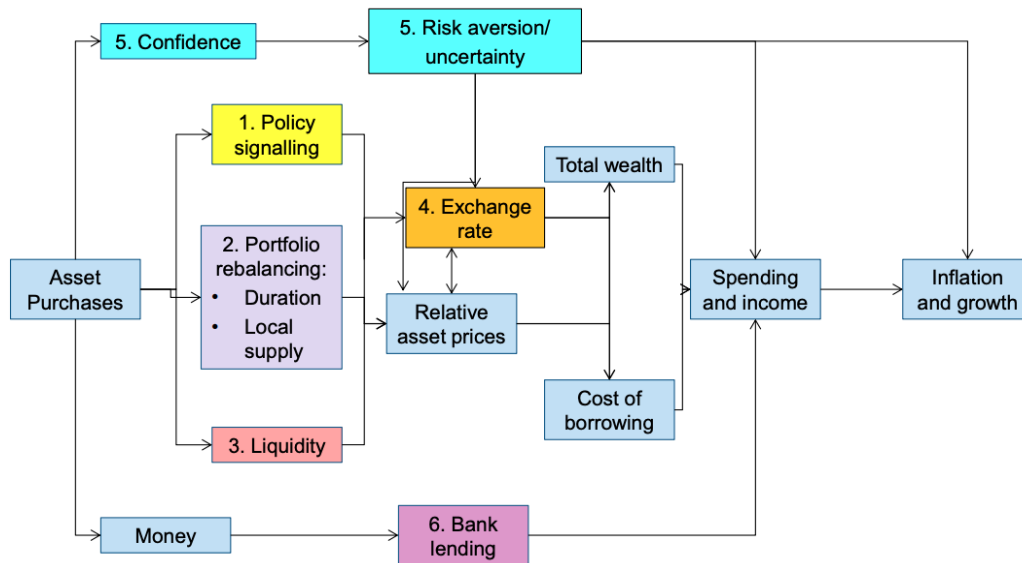
Papadamou et al. (2020) confermano che gli studi che mostrano effetti deboli del QE sull'inflazione e sul PIL evidenziano conseguentemente benefici occupazionali limitati. In fondo, se il QE aumenta solo leggermente la domanda, la spinta a nuove assunzioni sarà contenuta.

Al contrario, negli studi dove il QE ha un impatto macro forte, si deduce che la disoccupazione calerà in misura più marcata. In definitiva, tutte le analisi concordano sul fatto che il QE aiuta il mercato del lavoro. Emergono però opinioni diverse su chi attribuisce al QE diversi punti percentuali di occupazione recuperata, e chi ritiene che l'effetto sia nell'ordine di pochi decimi di punto.

Si può concludere l'analisi di questa ultima variabile macroeconomica affermando che le stime disponibili indicano che il QE ha avuto un ruolo importante nel favorire la ripresa occupazionale post-crisi, ma come coadiuvante più che come fattore unico decisivo. Negli USA, dove i dati sono più chiari, almeno 1 punto percentuale di calo della disoccupazione tra il 2009 e il 2015 può essere attribuito alle politiche Fed di QE.

Nell'Eurozona, il QE tardivo ha limitato i danni soprattutto indirettamente, riducendo gli spread e migliorando la fiducia, creando le premesse per la ripresa dell'occupazione che infatti si è concretizzata dopo il 2015. Possiamo affermare che il QE ha ridotto la disoccupazione cosiddetta ciclica, ossia quella dovuta a carenza di domanda, favorendo dunque l'aumento dell'occupazione. Non ha però risolto problemi strutturali. Infatti, paesi con rigidità nel mercato del lavoro o con crisi bancarie hanno visto la disoccupazione rimanere elevata nonostante il QE, Italia e Spagna prime fra tutte. Lombardi et al. (2018) avvertono, non a caso, che il QE non è pensato per migliorare il tasso di crescita di lungo periodo né l'occupazione strutturale di un'economia. Esso può solo creare condizioni finanziarie accomodanti e prevenire spirali recessive che distruggerebbero posti di lavoro in modo permanente. Una volta però che l'economia si avvicina alla piena occupazione, ulteriori acquisti non generano molti nuovi posti di lavoro aggiuntivi.

Figura 12: Meccanismo di trasmissione stilizzato di QE. Fonte: 'QE: the story so far', Bank of England (2016).



3.4 Spillovers internazionali e approcci metodologici

Diversi studi, come quello di Bhattarai e Neely (2016), hanno evidenziato come le misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla Fed abbiano generato significativi effetti di spillover al di fuori degli Stati Uniti. In particolare, soprattutto nelle fasi successive alla crisi del 2008, il QE ha comportato, in concomitanza con il calo generalizzato dei rendimenti obbligazionari nelle altre economie avanzate, il deprezzamento del dollaro. Con il proseguire delle politiche espansive americane, si sono osservati poi ingenti afflussi di capitale verso le economie emergenti con lo scopo di ottenere rendimenti maggiori. Tali flussi in ingresso hanno contribuito a ridurre i tassi d'interesse sovrani dei paesi emergenti, ad apprezzarne le valute e a far salire i prezzi delle attività finanziarie locali. Coerentemente, Bowman, Londono e Sapriza (2015) stimano che uno shock espansivo che riduca di 25 punti base il rendimento decennale USA tenda mediamente a ridurre di circa 20 punti base anche i rendimenti sovrani di economie emergenti, sebbene in molti casi l'effetto non sia statisticamente significativo. Va sottolineato inoltre che gli shock monetari statunitensi tendono a produrre reazioni all'estero ben più ampie di quelle che interventi di altre banche centrali provocano sull'economia USA. In effetti, comparando gli effetti internazionali delle principali banche centrali, Rogers, Scotti e Wright (2014) trovano che gli shock di politica non convenzionale della Fed generano i più forti spillover globali, superiori a quelli indotti da analoghi annunci della BCE o della Bank of England. Ciò evidenzia il ruolo centrale del dollaro e del sistema finanziario americano nel contesto globale.

Oltre agli effetti di mercato, la letteratura indica che i programmi Fed hanno avuto ricadute anche macroeconomiche all'estero. Diverse analisi suggeriscono che l'impatto di un QE della Fed su crescita e inflazione di alcune economie avanzate può risultare comparabile, se non addirittura superiore, a quello ottenuto negli Stati Uniti stessi. In uno studio, Haldane et al. (2016) stimano che uno shock di acquisto di asset da parte della Fed abbia elevato il PIL del Regno Unito quasi quanto il PIL statunitense. In maniera ancor più sorprendente, l'effetto stimato sul PIL e sui prezzi nell'area dell'euro risulta leggermente più grande dell'impatto corrispondente sull'economia americana. Questo risultato inaspettato si spiega tramite i potenti canali finanziari e di portafoglio attivati a livello internazionale dal QE USA. Da un lato, infatti, gli annunci di allentamento Fed causano un indebolimento del dollaro, che isolatamente potrebbe sfavorire le esportazioni altrui. Dall'altro però, tale effetto viene più che compensato dall'aumento dei prezzi delle attività finanziarie e dalla discesa dei tassi di interesse a lungo termine nei paesi partner indotti dal QE statunitense.

La forte influenza della politica monetaria USA sui mercati globali è emersa chiaramente durante il cosiddetto "*taper tantrum*" del 2013. Accadde che il solo annuncio della Fed di una possibile futura riduzione del ritmo di acquisto di titoli previsti dal QE3 provocò un brusco rialzo generalizzato dei tassi a lungo termine non solo negli Stati Uniti ma anche in molti altri paesi avanzati ed emergenti. Contestualmente, si registrarono ingenti deflussi di capitali dai mercati emergenti, con investitori preoccupati che il minor sostegno di liquidità comportasse condizioni finanziarie più restrittive a livello globale. Questo evento mise in luce come le aspettative sulle mosse della Fed possano trasmettersi rapidamente oltre confine, generando volatilità e aggiustamenti significativi nei mercati di tutto il mondo.

In sintesi, le evidenze raccolte indicano che le azioni non convenzionali della Fed hanno avuto spillovers internazionali di ampia portata che hanno influenzato sia le economie avanzate sia molte economie emergenti in misura sostanziale.

Anche gli interventi della BCE hanno avuto effetti oltre i confini dell'area euro, sebbene con intensità generalmente minore rispetto alla Fed. L'annuncio del QE della BCE nel 2015 ha infatti ridotto i tassi sovrani non solo nei paesi dell'Eurozona, ma anche negli Stati Uniti e in altri mercati sviluppati, a dimostrazione del grado di interconnessione finanziaria tra le principali economie.

L'effetto degli annunci del QE europeo si è rivelato poi importante soprattutto nei paesi dell'Unione Europea che non adottano l'euro.

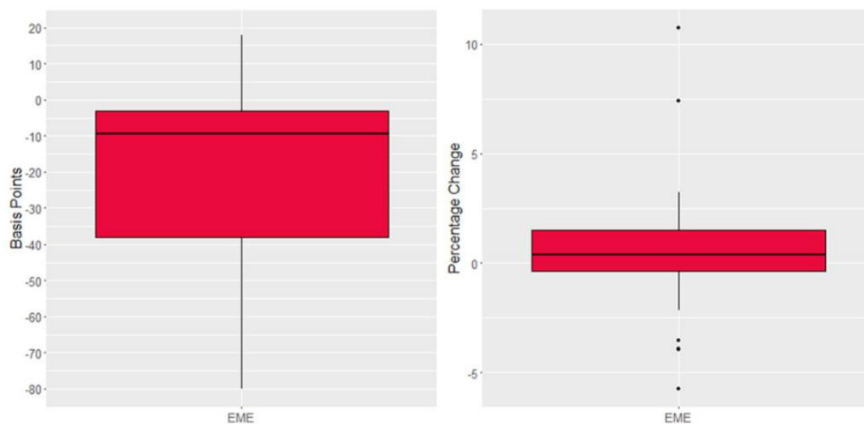
In queste economie, gli spread sui titoli sovrani si sono ridotti e i tassi sui prestiti bancari sono diminuiti, favorendo una ripresa industriale e una maggiore integrazione con i mercati finanziari dell'Eurozona.

Inoltre, gli effetti della BCE si sono diffusi anche tramite il canale del tasso di cambio. In particolare, l'indebolimento dell'euro a seguito degli annunci di QE ha migliorato la competitività dell'export europeo, ma ha avuto anche effetti su paesi terzi le cui valute si sono rivalutate.

Le misure della BCE hanno influenzato positivamente le aspettative dei mercati, soprattutto nei paesi più aperti al commercio con l'Eurozona. D'altra parte però le reazioni degli investitori agli annunci BCE sono state talvolta ambigue, riflettendo incertezze sulle intenzioni della banca centrale o dubbi sulla sostenibilità dell'unione monetaria.

Riassumendo, Fed e BCE hanno implementato ondate di QE in contesti differenti ma con obiettivi simili di rilanciare inflazione e attività. Le evidenze comparative indicano effetti qualitativamente simili ma quantitativamente differenti. Infatti, come descritto sopra, si osserva una potenza maggiore negli USA e più contenuta in Europa, soprattutto a causa di tempismo e condizioni finanziarie istituzionali differenti. Se ne deduce dunque che ogni area ha beneficiato del QE, ma con intensità diverse e con rischi di spillover reciproci da monitorare.

Figura 13: Spillovers di UMP su EMEs. (a) Rendimenti obbligazionari sovrani a lungo termine. (b) Tassi di cambio. Fonte: *'A survey of the international evidence and lessons learned about unconventional monetary policies: is a 'new normal' in our future?'*, Lombardi et al. (2018).



Per quanto riguarda invece gli approcci metodologici, le *survey* analizzate mettono in luce come i risultati dipendano anche dalle tecniche econometriche e modellistiche utilizzate.

I due approcci principali che emergono in letteratura sono gli *event study* e le analisi con modelli VAR/DSGE. Gli *event study* esaminano la reazione immediata dei mercati finanziari agli annunci di QE (ad esempio calo dei tassi a lungo termine a pochi giorni dall'annuncio) e poi ne deducono l'impatto macroeconomico tramite elasticità stimate. Questo approccio ha mostrato chiaramente che gli annunci di QE1 e QE2 della Fed e analoghi della BoE provocarono forti cali dei rendimenti obbligazionari e rialzi azionari, segno di aspettative di stimolo. Tuttavia, gli *event study* possono sottostimare gli effetti totali se i mercati avevano già in parte anticipato le mosse delle banche centrali. L'altro approccio prevede l'utilizzo di modelli VAR (Vector Autoregression) o DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium). Il modello VAR è statistico, mostra come le variabili macroeconomiche si influenzano a vicenda nel tempo ed è in grado di mostrare cosa è successo dopo il QE, con i relativi effetti sulle altre variabili. Il modello DSGE è invece teorico, descrive il funzionamento dell'intera economia come un sistema in equilibrio, nel quale agenti razionali ottimizzano il proprio comportamento in un contesto dinamico e soggetto a shock stocastici. Risponde al perché di ciò che è accaduto e permette anche simulazioni controfattuali che mostrano cosa sarebbe accaduto se il QE non fosse stato applicato.

3.5 Costi e potenziali effetti collaterali del QE

Oltre ai benefici, le *survey* più recenti approfondiscono anche i costi e rischi associati al QE, che meritano attenzione in una valutazione equilibrata. Un primo aspetto è il rendimento decrescente già menzionato. Quando le prime ondate di QE iniziano a prendere piede, l'effetto addizionale di ulteriori acquisti tende a calare. Ciò implica che protrarre troppo a lungo politiche di QE potrebbe produrre benefici marginali trascurabili a fronte di costi crescenti. Un timore diffuso è poi che il QE possa incoraggiare allocazioni inefficienti del capitale, tenendo artificialmente bassi i costi di finanziamento e portando le banche a sostenere imprese deboli, le cosiddette "*zombie firms*". Si tratta di imprese poco produttive che, grazie al mantenimento di tassi bassi a lungo e alla liquidità fornita, sono rimaste in piedi, specialmente in Europa. Non è escluso che questo fenomeno possa essersi diffuso e che ciò possa aver contribuito al rallentamento della produttività osservato nell'ultimo decennio, un costo di lungo termine che bilancia i benefici di breve termine. Un altro effetto collaterale dibattuto è quello redistributivo.

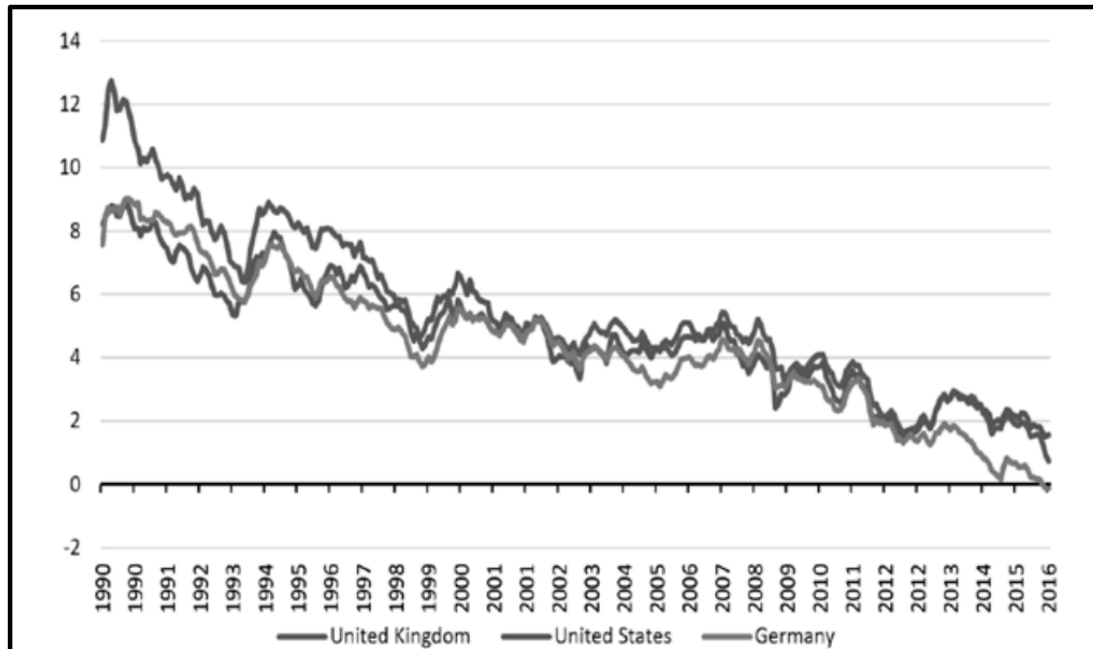
Abbiamo visto che il QE tende a far salire il valore degli asset finanziari, generando effetti ricchezza che stimolano spesa e investimenti. Tuttavia, ciò favorisce maggiormente i detentori di patrimoni finanziari, tipicamente individui più abbienti, rispetto a coloro che dipendono dal reddito da lavoro. Non a caso il QE è stato infatti accusato di aver reso i ricchi più ricchi senza aiutare molto la classe lavoratrice.

Dunque, l'espansione monetaria può accentuare le disuguaglianze di ricchezza. Studi come quello di Weale e Wieladek (2022) mostrano che i tassi bassi e il QE hanno contribuito a far salire i prezzi delle abitazioni. Ciò ha reso meno accessibile l'acquisto per chi non era già proprietario, allargando il divario patrimoniale tra famiglie proprietarie e affittuarie. Tuttavia, va anche evidenziato che il QE ha allo stesso tempo ridotto la disoccupazione, beneficiando i lavoratori a basso reddito. La letteratura ha dunque opinioni diverse al riguardo, con il dibattito sulla necessità di intervenire attraverso politiche distributive che rimane tuttora aperto.

Infine, un costo potenziale di cui si discute viene definito da alcuni *QE addiction*, inteso come la dipendenza dei mercati e dei governi dal QE. Di fatto, si tratta di un chiaro esempio di *moral hazard*. In pratica, se gli investitori si abituano all'idea che la banca centrale interverrà sempre acquistando titoli nei momenti difficili, potrebbero iniziare a sottostimare i rischi.

Analogamente, i governi potrebbero ritardare aggiustamenti fiscali confidando che il finanziamento resterà facile grazie agli acquisti pubblici di debito. Sebbene tali effetti collaterali non siano ancora chiaramente evidenti, risulta una notevole carenza di studi comprensivi sugli effetti collaterali del QE, il che può voler dire aver finora sottovalutato alcuni costi a lungo termine.

Figura 14: Tassi di interesse a lungo termine nelle principali aree valutarie dal 1990. Fonte: 'The Effectiveness of the Fed's Quantitative Easing Policy - A Survey of the Econometrics', OECD e Belke et al. (2017).



3.6 Considerazioni finali e spunti per future analisi

Dall'analisi congiunta di queste dieci *survey* emerge un quadro abbastanza chiaro degli effetti del QE su inflazione, crescita e occupazione. In sintesi, il *quantitative easing* ha funzionato, pur con varia intensità, nel sostenere le economie durante le recenti crisi. Ha alzato l'inflazione rispetto ai trend pericolosamente bassi che si prospettavano, scongiurando la deflazione. Ha poi stimolato il PIL reale, attenuando la gravità delle recessioni e favorendo una ripresa più rapida. Ha anche contribuito a ridurre la disoccupazione, evitando perdite di posti di lavoro più gravi e accelerando il ritorno all'occupazione. Il QE della Fed e quello della BCE hanno avuto dunque effetti positivi sull'economia reale, ma con intensità e tempi differenti. La Fed, operando in un contesto omogeneo e agendo prontamente, è riuscita a stimolare la crescita e ridurre la disoccupazione in misura significativa, mantenendo allo stesso tempo l'inflazione sotto controllo. La BCE, pur riuscendo a evitare la deflazione e a sostenere l'economia dell'Eurozona, ha ottenuto risultati più modesti su crescita e prezzi, principalmente a causa dei vincoli strutturali e decisionali che ne hanno ritardato e limitato l'azione. Nonostante dunque una valutazione complessivamente positiva del QE nel suo scopo di contrastare crisi severe, le *survey* concordano sul fatto che il QE non può da solo risolvere ogni problema dell'economia.

Per stimolare una crescita robusta di lungo periodo e migliorare strutturalmente il mercato del lavoro servono riforme di produttività, politiche fiscali mirate, innovazione, elementi al di fuori dell'azione

di una banca centrale. Lombardi et al. (2018) avvertono in proposito che non bisogna attendersi troppo dalle banche centrali, per evitare di chiedere loro compiti che esulano dal loro mandato.

In prospettiva futura, una lezione chiara è che il QE va tenuto in considerazione come strumento permanente nel *toolkit*, ma usato con cautela e criterio. Le *survey* sono infatti in generale scettiche su un suo utilizzo abituale. Si ritiene che queste misure straordinarie andrebbero riservate a contesti di *zero lower bound* o shock eccezionali, poiché in condizioni normali i loro benefici sono meno certi mentre i potenziali effetti indesiderati possono accumularsi. Sarà infatti cruciale esaminare gli effetti collaterali di lungo periodo e porsi alcune domande.

Ad esempio, come influisce il QE sulla distribuzione della ricchezza, sulla stabilità finanziaria, sul comportamento di rischio degli investitori? Quale sarà l'“effettivo limite quantitativo” oltre il quale espandere il bilancio diventa controproducente? In un contesto di nuovo rialzo dei prezzi, le banche centrali sapranno ritirare la liquidità senza provocare turbolenze? E se si presentasse una nuova recessione con tassi ancora bassi, come dosare un eventuale ritorno al QE? L'esperienza fin qui accumulata sarà preziosa per bilanciare rischi e benefici.

In definitiva, il capitolo del QE nell'economia reale rimane aperto e in evoluzione. Le *survey* analizzate offrono una base solida di conoscenze e lezioni. Le autorità di politica monetaria dovranno fare riferimento a queste lezioni per formulare strategie su come agire, senza però perdere di vista le possibili conseguenze nel lungo periodo e soprattutto tenendosi pronti a usare il QE come un farmaco potente, da somministrare con prudenza nella giusta dose e solo quando necessario.

Conclusione

Ripercorrere le vicende della politica monetaria dalla crisi finanziaria del 2008 fino al tumulto economico causato dalla pandemia di COVID-19 ci consegna un quadro ricco di insegnamenti. L'analisi comparata delle misure non convenzionali adottate da Fed e BCE in questi frangenti ha messo in luce tanto le similitudini quanto le differenze dei due approcci, consentendo di tracciare un bilancio critico della loro efficacia e dei loro limiti. In primo luogo, è emerso con chiarezza che entrambe le banche centrali hanno svolto un ruolo cruciale nel contenere gli effetti delle crisi e nel sostenere la ripresa. Grazie all'uso degli strumenti innovativi descritti, sia la BCE sia la Fed sono riuscite a stabilizzare i mercati nei momenti più drammatici, evitando esiti potenzialmente catastrofici come il collasso del sistema finanziario o una spirale deflazionistica fuori controllo.

Le politiche monetarie non convenzionali hanno funzionato dunque da antidoto alle emergenze, contribuendo ad abbassare i costi di finanziamento, a riattivare il circuito del credito e a ricostituire la fiducia di investitori e famiglie. Senza queste decise azioni, la Grande Recessione avrebbe potuto trasformarsi in una nuova grande depressione, e la crisi pandemica avrebbe inflitto danni economici ancora più profondi e duraturi.

Allo stesso tempo, però, il confronto tra Fed e BCE evidenzia differenze significative sul piano dell'approccio, dei tempi di intervento e dei risultati conseguiti.

Uno dei punti su cui concordano molti osservatori è che non si possa chiedere alle banche centrali di fare tutto. Il QE e gli altri strumenti non convenzionali sono potenti, ma non onnipotenti. Essi tamponano le emergenze e creano condizioni finanziarie favorevoli, ma per tradurre questi stimoli in uno sviluppo economico sostenuto servono anche governi capaci di sostenere la domanda aggregata, investire in innovazione e migliorare la produttività.

Rispetto a vent'anni fa, oggi i banchieri centrali dispongono di leve assai più diversificate e, all'occorrenza, non esiteranno a usarle di nuovo. Lo si è visto nel 2020, quando di fronte alla pandemia sia la Fed sia la BCE hanno reagito in modo fulmineo e coordinato, rispolverando e ampliando gli schemi di intervento non convenzionali già collaudati per evitare che la crisi sanitaria si tramutasse in una nuova grande depressione.

Tuttavia, l'utilizzo prolungato e massiccio di strumenti non convenzionali solleva interrogativi che permangono tuttora aperti. Ci si interroga ad esempio su come gestire la graduale normalizzazione, (*exit strategy*) senza destabilizzare i mercati finanziari o quali siano gli effetti collaterali che si stanno accumulando. Molti si chiedono poi se il QE abbia contribuito ad alimentare eccessi sui mercati azionari e immobiliari o ad ampliare le disuguaglianze attraverso l'aumento dei prezzi degli attivi finanziari detenuti dai più abbienti.

Inoltre, in un contesto in cui l'inflazione è tornata a risalire dopo il 2021, le banche centrali si trovano da un lato a normalizzare la politica monetaria, dall'altro a non compromettere la stabilità finanziaria né vanificare i progressi faticosamente raggiunti in termini di crescita e occupazione. La Fed e la BCE hanno cercato questa difficile quadratura già nel biennio 2022–2023, dimostrando come il capitolo delle politiche non convenzionali sia tutt'altro che chiuso. Esso rimane aperto e in evoluzione, pronto a riproporsi in futuro se nuove crisi lo rendessero necessario.

In conclusione, il confronto tra le politiche monetarie non convenzionali di BCE e Fed ci consegna una visione equilibrata ma al tempo stesso stimolante del ruolo delle banche centrali nel mondo post-2008. Entrambe le istituzioni hanno dovuto adattarsi e innovare per adempiere alla loro missione in circostanze estreme, ottenendo successi importanti nel contenere le crisi.

Ciascuna ha anche imparato dalle proprie esperienze. La BCE ha tratto insegnamento dalla lentezza iniziale, mostrando nella crisi pandemica una reattività molto maggiore. La Fed ha riconosciuto l'importanza di ancorare le aspettative d'inflazione nel lungo termine, rivedendo persino le proprie strategie per affrontare meglio le sfide future. La lezione generale che emerge è che la politica monetaria del XXI secolo dovrà rimanere flessibile e pragmatica, pronta ad espandere i propri confini quando le circostanze lo richiedono, ma altrettanto pronta a gestire con prudenza le conseguenze di tali scelte non ortodosse. Probabilmente le sfide non mancheranno, ma l'esperienza accumulata da Fed e BCE rappresenta un patrimonio prezioso su cui costruire le risposte di domani.

Bibliografia

- Altavilla, C., Giannone, D., & Lenza, M. (2014). *The financial and macroeconomic effects of OMT announcements* (No. 1707). ECB working paper.
- Belke, A. (2018). The Effectiveness of the Fed's Quantitative Easing Policy-A Survey of the Econometrics. *Studies of Applied Economics*, 36(1), 291-308.
- Bernanke, B. S. (2020). The new tools of monetary policy. *American Economic Review*, 110(4), 943-983.
- Bhattarai, S., & Neely, C. (2016). *A survey of the empirical literature on US unconventional monetary policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis, Research Division.
- Bowman, D., Londono, J. M., & Sapriza, H. (2015). US unconventional monetary policy and transmission to emerging market economies. *Journal of International Money and Finance*, 55, 27-59.
- Chung, H., Laforte, J. P., Reifschneider, D., & Williams, J. C. (2012). Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound events?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 44, 47-82.
- Di Giorgio, G. (2024). *Economia e politica monetaria*. Wolters Kluwer.
- Engen, E. M., Laubach, T., & Reifschneider, D. (2015). *The macroeconomic effects of the Federal Reserve's unconventional monetary policies*. Washington, DC: Federal Reserve Board.
- Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E., & Pástor, L. (2021). Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics. *Journal of Monetary Economics*, 120, 1-20.
- Gambacorta, L., Hofmann, B., & Peersman, G. (2014). The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: A cross-country analysis. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), 615-642.
- Haldane, A., Roberts-Sklar, M., Young, C., & Wieladek, T. (2016). QE: the story so far.
- Kuttner, K. N. (2018). Outside the box: Unconventional monetary policy in the great recession and beyond. *Journal of Economic Perspectives*, 32(4), 121-146.

- Lirosi, A. (2022). *La BCE e la FED: politiche monetarie a contrasto del COVID-19* (Tesi di laurea triennale, LUISS Guido Carli, Dipartimento di Economia e Management).
- Lombardi, D., Siklos, P., & St. Amand, S. (2018). A survey of the international evidence and lessons learned about unconventional monetary policies: Is a 'new normal' in our future?. *Contemporary Topics in Finance: A Collection of Literature Surveys*, 11-40.
- Mankiw, N. G., & Taylor, M. P. (2020). *Macroeconomia* (6^a ed. it.). Zanichelli.
- Martin, C., & Milas, C. (2012). Quantitative easing: a sceptical survey. *Oxford review of economic policy*, 28(4), 750-764.
- Papadamou, S., Siriopoulos, C., & Kyriazis, N. A. (2020). A survey of empirical findings on unconventional central bank policies. *Journal of Economic Studies*, 47(7), 1533-1577.
- Reza, A., Santor, E., & Suchanek, L. (2015). *Quantitative easing as a policy tool under the effective lower bound* (No. 2015-14). Bank of Canada Staff Discussion Paper.
- Rogers, J. H., Scotti, C., & Wright, J. H. (2014). Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review. *Economic Policy*, 29(80), 749-799.
- RUOLO, E., & SCHELLER, H. K. (2006). LA BANCA CENTRALE EUROPEA.
- Sack, B., Gagnon, J., Raskin, M., & Remache, J. (2011). The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases.
- Sigmund, M., Nationalbank, O., Schuster, P., Council, A. F. A., Ferstl, R., & Valderrama, M. T. How Banks Optimized Their Balance Sheets Under ECB's Funding for Lending Programs: Necessary Refinancing Tool or Hidden Recapitalization?.
- Weale, M., & Wieladek, T. (2022). Financial effects of QE and conventional monetary policy compared. *Journal of International Money and Finance*, 127, 102673.
- Wu, J. C., & Xia, F. D. (2016). Measuring the macroeconomic impact of monetary policy at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(2-3), 253-291.

