



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE
L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE

Tesi di laurea

Le politiche monetarie non convenzionali
Unconventional monetary policies

Relatore:
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureanda:
ELENA FONTANA

Anno Accademico 2015-2016

Introduzione	3
Capitolo I: Una definizione	4
1. Cosa sono le politiche monetarie convenzionali.....	4
2. Quando e perché si ricorre alle politiche non convenzionali.....	5
3. Cosa sono le politiche monetarie non convenzionali.....	6
4. Le politiche non convenzionali e il contesto di applicazione.....	9
5. Effetti sulle condizioni finanziarie e macroeconomiche.....	10
Capitolo II: Gli effetti sulle economie emergenti	13
1. I canali di trasmissione e i fattori da cui dipendono.....	14
2. Valutazioni e conclusioni sugli effetti spillover.....	16
Capitolo III: Valutazioni generali, effetti collaterali e sfide	20
1. Valutazioni sulle conseguenze delle politiche non convenzionali.....	20
2. Effetti indesiderati delle politiche non convenzionali.....	21
3. L'uscita dalle misure non convenzionali.....	25
Conclusione	28
Bibliografia	30

LE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI

Introduzione

La gestione delle politiche monetarie è sempre stata compito delle banche centrali, la cui attenzione, fino ad alcuni anni fa, si è focalizzata soprattutto sul tasso di interesse di breve termine ufficiale, quello a cui le banche centrali prestano a quelle commerciali. L'avvento delle crisi finanziaria globale nel 2007 ha posto davanti alle banche centrali dei paesi avanzati delle sfide del tutto nuove: gli strumenti che avevano utilizzato fino a quel momento per gestire le condizioni finanziarie ed economiche non sortivano più gli effetti desiderati, tanto da spingerle ad ideare nuove misure che potessero di nuovo attivare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria e risollevare l'economia in recessione, spostando così l'attenzione verso la gestione del bilancio delle banche centrali. Queste misure sono passate alla letteratura macroeconomica con la denominazione di "politiche monetarie non convenzionali". L'elaborato che segue si propone di analizzare l'argomento delle politiche monetarie non convenzionali.

Nello specifico, il primo capitolo, dopo aver introdotto le politiche monetarie standard, da una definizione generale delle politiche non convenzionali, spiegandone l'origine, le condizioni di attuazione, le caratteristiche peculiari e le diverse tipologie, terminando con una dimostrazione della loro efficacia sul sistema finanziario e sull'economia più in generale.

Nel secondo capitolo, vengono analizzati e discussi gli effetti che le politiche non convenzionali attuate nei paesi avanzati in crisi hanno sortito sulle economie emergenti, le cosiddette EMEs (Emerging Market Economies), illustrando i canali di trasmissione attraverso cui le scelte degli istituti centrali dei paesi avanzati hanno influito sulle condizioni economico-finanziarie dei mercati in fase di sviluppo.

Il terzo capitolo, infine, conclude con una valutazione generale delle politiche non convenzionali, chiarendone l'efficacia, sia sull'economia domestica che su quella dei paesi emergenti, facendo luce sui costi e sugli effetti collaterali di tali strumenti, ed esponendo le sfide che i policy makers dovranno affrontare, con particolare riferimento alle problematiche derivanti dall'uscita dalle politiche non convenzionali.

CAPITOLO I

Una definizione

1. Cosa sono le politiche monetarie convenzionali

Ogni economia moderna si avvale di una propria Banca Centrale, un istituto pubblico di emissione e di credito dotato del cosiddetto potere di signoraggio, la facoltà di stampare moneta e di immetterla nel mercato, oltre che del compito di vigilare sull'intero sistema bancario e di prioritizzare la stabilità dei prezzi rispetto alla crescita economica. Infatti, tale organo è stato creato per gestire la politica monetaria del proprio Paese ed è incaricato di arginare le instabilità economiche derivanti da shock inaspettati, da periodi di recessione, da crisi politiche e finanziarie.

Le banche centrali, in situazioni normali, indirizzano gli effetti che le politiche monetarie producono sul tasso di interesse per lo più verso la stabilizzazione ad un basso tasso di inflazione, noto come inflazione obiettivo, tale per cui anche produzione e disoccupazione rimangono al loro livello naturale sia nel breve che nel medio periodo, garantendo quindi un adeguato tasso di crescita economica: un tasso di inflazione troppo alto, se non accompagnato da un sufficiente aumento della moneta disponibile, conduce infatti ad un crollo del tasso di crescita del PIL.

Gli strumenti di cui le banche dispongono per influenzare la quantità di moneta in circolazione sono, da una parte, le Operazioni di Mercato Aperto (OMA), cioè attività di vendita o di acquisto di titoli e obbligazioni, e, dall'altra, il monopolio nella fornitura di riserve, quindi il controllo delle quantità di denaro disponibili per i prestiti: tali strumenti permettono alle banche centrali di guidare efficacemente i tassi di interesse verso il livello desiderato, sfruttando le dinamiche macroeconomiche per raggiungere i propri obiettivi di inflazione e di eventuale crescita.

Nell'ipotesi di un'economia in crescita eccessiva, le banche centrali attuano politiche monetarie restrittive, che si perseguono sia attraverso l'aumento del livello obbligatorio di riserve detenute dalle banche commerciali, sia tramite la vendita di titoli sul mercato: entrambe le operazioni hanno l'effetto di ridurre l'offerta di moneta, il primo limitando la possibilità delle banche commerciali di concedere prestiti e il secondo ritirando circolante dal mercato. Tali variazioni causano un aumento del tasso di interesse nominale che spinge gli agenti economici a depositare la moneta in banca piuttosto che detenerla in forma liquida, con conseguente riduzione della domanda aggregata e della produzione. Al contrario, in caso di crisi, per evitare di scivolare

nella recessione profonda, le banche centrali devono espandere la liquidità in circolo, spingendo al ribasso il livello dei tassi di interesse, per rendere meno conveniente il risparmio e quindi incentivare il consumo e l'occupazione, in modo da dare una spinta alla crescita economica; in tal caso le banche centrali riducono l'offerta di moneta acquistando obbligazioni statali dal mercato o allentando i limiti delle riserve bancarie obbligatorie.

In altre parole, tramite il controllo dei tassi di interesse nominali di breve periodo, le banche centrali sono in grado di gestire le condizioni di liquidità nei mercati monetari, riuscendo quindi a perseguire il loro obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Le politiche monetarie standard risultano perciò un sistema adeguato ed efficace nel garantire il buon funzionamento dei mercati monetari, nel fornire sufficiente stimolo monetario per l'economia durante le recessioni e nel contenere le pressioni inflazionistiche durante i periodi di ripresa. Si deduce, quindi, che le misure tradizionali di politica monetaria sono operazioni praticamente meccaniche: le banche centrali regolano la liquidità all'interno del sistema in base al livello di tassi di interesse a breve termine utile per il raggiungimento dei propri obiettivi economici.

2. Quando e perché si ricorre alle politiche monetarie non convenzionali

In una situazione di profonda crisi finanziaria come quella che stiamo attraversando, le circostanze economiche sono tali da non consentire alle misure tradizionali di sortire effetti: inizialmente la crisi ha causato dei malfunzionamenti nel mercato finanziario e nel meccanismo di trasmissione delle politiche (ossia le relazioni e i canali attraverso cui l'evoluzione degli aggregati monetari influenza le variabili reali), tanto che la volatilità della domanda di liquidità e la scarsità di transazioni fra le banche commerciali hanno ostacolato la capacità delle banche centrali di avere un controllo sui tassi di interesse interbancari di breve termine. Inoltre, le turbolenze finanziarie hanno spinto le banche centrali a muoversi per abbassare il tasso d'interesse ufficiale fino a ridurlo vicino allo zero, causando così l'inadeguatezza delle politiche monetarie tradizionali: sono queste le circostanze in cui sopraggiunge la necessità di ricorrere alle misure non convenzionali.

Quando le banche centrali si trovano di fronte ad una recessione economica, infatti, per stimolare i consumi, aumentano la moneta disponibile e riducono i tassi d'interesse fino a farli arrivare a ridosso dello zero e, dato che i tassi non possono essere negativi, il sistema cade nella cosiddetta trappola della liquidità. Con tassi di interesse al minimo, nessun individuo si aspetta un ulteriore ribasso, al contrario ci si aspetta che risaliranno in futuro, pertanto ogni aumento di

liquidità disponibile concesso dalle banche centrali viene tesaurizzato piuttosto che investito e consumato; venendo meno la fiducia degli agenti economici, nessuna manovra monetaria espansiva riesce ad avere effetto sulla domanda aggregata.

In tali condizioni risulta evidente l'inefficacia delle misure convenzionali, e i policy makers non possono prescindere dall'adattarsi alle nuove condizioni del mercato e dall'intraprendere strade alternative per influenzare le variabili macroeconomiche.

3. Cosa sono le politiche monetarie non convenzionali

Nonostante la letteratura macroeconomica abbia compreso l'importanza di tali strumenti non tradizionali e si sia recentemente dedicata alla descrizione teorica quanto dei meccanismi che li guidano tanto degli effetti empirici che hanno sull'economia in generale, ad oggi ancora non esiste una definizione universale di politica monetaria non convenzionale, anche perché, come osservano Borio e Disyatat (2010), il confine con le misure tradizionali è molto sottile.

Questi studi consentono comunque di trarre alcune conclusioni: innanzitutto, si tratta di strumenti che trovano la loro ragion d'essere in contesti eccezionali di crisi economico-finanziarie, con il compito di sopperire ai malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie e di trovare stimoli alternativi per l'economia quando il tasso d'interesse ufficiale raggiunge il suo livello minimo (Zero Lower Bound). Rientrano in questa descrizione tutti quegli interventi messi in atto dai policy makers per sopperire efficacemente a situazioni critiche di carenza di liquidità sia tra gli istituti di deposito che tra gli altri segmenti del mercato finanziario, l'acquisto diretto di titoli pubblici e privati, e alcune particolari forme di comunicazione finalizzate ad influenzare le aspettative sui tassi di interesse e ripristinare il corretto funzionamento dei mercati (Cecioni, Ferrero, Secchi 2011); si possono, quindi, annoverare tra le manovre atipiche tutte quelle politiche monetarie che colpiscono direttamente il costo e la disponibilità di finanziamenti esterni per le banche, le famiglie e le società non finanziarie.

Per spiegare l'impatto di tali misure sul mercato finanziario è necessario, prima di tutto, specificare che le politiche monetarie in questione possono essere attuate secondo due principi differenti: da un lato, le banche centrali possono intervenire per influenzare e controllare il tasso d'interesse nominale e le aspettative su di esso, si parla in tal caso di "interest rate policies", mentre, dall'altro lato, possono attivarsi per muovere le variabili finanziarie al di là dei tassi d'interesse, producendo variazioni sostanziali nella grandezza, nella composizione e nel profilo di rischio del proprio bilancio, proprio per questo motivo sono conosciute come "balance sheet

policies”. In quest’ultimo caso le operazioni delle banche centrali mirano a gestire ed indirizzare la liquidità e sono pensate per avere effetto sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria, incidendo sui prezzi delle obbligazioni, sui rendimenti, e sulle condizioni di finanziamento.

Generalmente, le politiche monetarie non convenzionali agiscono sulle condizioni finanziarie e sull’economia reale tramite due principali canali di trasmissione, pensati come un’ampia serie di meccanismi: il “signalling channel” e/o il “portfolio-balance channel”. Il primo canale permette alle banche centrali di informare gli agenti economici sulle proprie intenzioni politiche e le sue previsioni sull’andamento futuro dei tassi d’interesse: in tal modo le banche riescono a comunicare i loro propositi in modo efficace, così da ripristinare la fiducia del pubblico e influenzarne le aspettative sulle decisioni di politica monetaria e sulle condizioni future del mercato: ad esempio, la decisione dei policy makers di fare grandi investimenti nei titoli di Stato, porterebbe gli agenti economici ad aspettarsi che il tasso d’interesse ufficiale rimarrà basso nel tempo, il che diminuirà il rendimento su tali titoli. In alternativa, la banca centrale può decidere, ad esempio, di sfruttare la propria facoltà di influenzare le aspettative per modificare l’inflazione attesa, così da ridurre il tasso di interesse reale, lasciando invariato al suo limite inferiore quello nominale o, in alternativa, i politici potrebbero dichiarare di impegnarsi a mantenere i tassi a ridosso dello zero per un periodo di tempo abbastanza significativo; questo impedirebbe la stagnazione dell’economia nella già citata trappola della liquidità ed eviterebbe una caduta delle aspettative inflazionistiche, il che altrimenti farebbe aumentare i tassi di interesse reali e limiterebbe le spese.

Nonostante l’efficacia di tale comunicazione dipenda da due importanti fattori, quali la credibilità della banca centrale e la misura in cui le aspettative sono in grado di influenzare le condizioni finanziarie, il canale di segnalazione si è dimostrato il modo più efficace per dare una spinta all’economia quando il tasso d’interesse scende a ridosso dello zero. A tal proposito, risulta importante evidenziare che il ricorso all’influenza sulle aspettative è una pratica consolidata da diverse banche centrali, per cui la sua atipicità dipende dal contesto in cui viene applicata oltre che da quanto questo strumento esula dalle pratiche normalmente attuate dalla banca centrale (ad esempio per la Reserve Bank della Nuova Zelanda, la Norges Bank e la Riksbank svedese costituisce un intervento standard di politica monetaria).

Il “portfolio-balance channel”, invece, si attiva in seguito alla decisione della banca centrale di attuare un programma di acquisto titoli su larga scala, di scambiare le attività, o di immettere liquidità nel sistema. In tal caso, l’efficacia del canale dipende dalle caratteristiche degli asset acquistati, nello specifico dall’imperfetta sostituibilità delle voci del bilancio del settore privato: un certo cespite potrebbe, infatti, fornire servizi non del tutto inclusi nel suo valore

monetario, come liquidità e servizi collaterali, oppure le sue peculiarità potrebbero renderlo particolarmente attraente per una certa tipologia di investitori. La teoria alla base del funzionamento del canale è che, alterando la quantità e la tipologia dei titoli all'interno di un certo portafoglio, la banca centrale può aumentarne il prezzo e abbassarne il rendimento, modificando anche i tassi d'interesse delle altre attività finanziarie e la quantità di liquidità disponibile e, di conseguenza, migliorando le condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese.

Come detto in precedenza, il momento in cui si ricorre alle misure atipiche è quando il tasso di interesse nominale è a ridosso dello zero, e la banca centrale si ritrova impossibilitata ad influenzarlo in modo diretto semplicemente modificando la quantità di moneta in circolazione. Venendo meno la reattività del tasso d'interesse ufficiale agli stimoli della banca centrale, il principio che sta alla base delle politiche non convenzionali sfrutta la varietà di tassi di interesse all'interno dell'economia: i tassi che riguardano le obbligazioni o i titoli azionari, infatti, sono generalmente maggiori dei tassi di interesse controllati dalla banca centrale, in quanto, intuitivamente, se fossero di importo pari o inferiore nessuno li preferirebbe ai titoli di Stato per loro natura meno rischiosi. Con l'acquisto di attività finanziarie di varia natura, da quelle pubbliche a quelle private, in cambio di riserve monetarie, la BC modifica l'entità del proprio portafoglio e di quello degli operatori economici: la disponibilità sul mercato delle attività in questione si riduce, aumentandone il prezzo e riducendone il tasso d'interesse, mentre la liquidità in circolazione aumenta, favorendo la propensione a concedere finanziamenti delle banche commerciali. Questo stesso meccanismo appartiene a due politiche differenti, che agiscono entrambe modificando il portafoglio della banca centrale: il "quantitative easing" consiste in un aumento sulla dimensione del bilancio, lasciando invariata la proporzione tra i vari tipi di titoli all'interno, e riguarda soprattutto i titoli a rischio zero (cioè i titoli di Stato), mentre il "qualitative easing", anche detto "credit easing", cambia la composizione del bilancio della banca centrale acquisendo asset meno liquidi e più rischiosi come le obbligazioni sul mercato privato.

Di solito, il mercato dei titoli di Stato e quello dei titoli non di Stato si muovono in modo indipendente, ma in situazioni di difficoltà le banche centrali possono decidere di intervenire nel mercato secondario: in pratica, acquistano dalle banche commerciali dei titoli di vario genere, in modo da accrescere la liquidità disponibile degli istituti bancari sperando di incoraggiare l'accesso al credito per i privati; al contempo, l'accresciuta domanda di suddetti titoli ne aumenta il prezzo e, di conseguenza, ne abbassa il rendimento, rendendo i consumatori che li possiedono più ricchi in termini reali. Questo processo, che aumenta in modo indiretto la quantità di moneta in circolazione e abbassa i tassi di interesse, dovrebbe favorire gli

investimenti di cittadini e imprese, oltre che stimolare la domanda e quindi dare il via alla ripresa economica.

4. Le politiche non convenzionali e il contesto di applicazione

Dopo aver descritto e definito le politiche non convenzionali e le loro caratteristiche, questo paragrafo si propone di illustrarne brevemente le tre principali tipologie (“balance sheet policies”, “forward guidance” e “negative policy rates”), con riferimento anche alle circostanze storiche ed economiche in cui sono state applicate.

La prima economia ad attuare le politiche monetarie non convenzionali è stata quella giapponese che, trovandosi di fronte ad un crash finanziario e patrimoniale, fu costretta ad appellarsi, all’inizio del nuovo secolo, alle già citate “balance sheet policies”, con una manovra di Quantitative Easing, e poi con la sua versione migliorata di QQE (Quantitative and Qualitative Easing). In seguito, con l’avvento della crisi finanziaria nel 2007, le politiche atipiche di bilancio sono diventate un elemento essenziale per l’economia mondiale, dalla FED e la BCE fino alle banche centrali nazionali, che le hanno applicate in misura diversa in base al contesto e agli obiettivi da perseguire: nella fase iniziale della crisi, quando l’obiettivo immediato era stabilizzare il mercato finanziario ed immettere liquidità nel mercato, le manovre più comuni sono state, nello specifico, la “credit policy”, che agisce sui segmenti del debito privato con lo scopo di alterarne le condizioni finanziarie, e la “quasi-debt management policy” che, invece, ha come obiettivo il controllo dei rendimenti sui titoli di debito pubblico, per influenzare i costi di finanziamento e i prezzi degli asset in generale. La BoJ (Bank of Japan) è stata l’unica ad adottare la “bank reserves policy”, che mira a modificare direttamente la quantità di riserve bancarie per ottenere una determinata crescita della base monetaria.

Con l’intensificarsi della crisi, quando il tasso d’interesse ufficiale ha toccato il suo limite inferiore, le banche centrali si sono rese conto che, per stimolare ulteriormente l’economia, dovevano agire in modo più deciso sul fronte delle aspettative, e si sono orientate quindi sulle cosiddette politiche di “forward guidance”, misure che non possono essere considerate totalmente non convenzionali, essendo state, nel periodo pre-crisi, indirettamente attuate dalle banche per spiegare le finalità delle loro strategie. La “forward guidance”, che può avere come oggetto sia il tasso d’interesse che il bilancio, agisce tramite il canale di segnalazione, cercando di influenzare le aspettative del mercato sul futuro andamento delle variabili macroeconomiche, e assume la forma di “calendar-based” se riferita ad un certo periodo di tempo o di “state-contingent” se riferita alle condizioni economiche. I dati empirici dimostrano che,

complessivamente, questo approccio ha avuto successo nel muovere i tassi d'interesse verso la direzione desiderata dai policy makers, soprattutto per quanto riguarda gli Stati Uniti e il Giappone, mentre i risultati sono meno definiti per la zona europea.

L'adozione degli strumenti di "negative policy rates", considerata una misura d'emergenza, è un fatto più recente, nonché meno diffuso: tra le istituzioni principali, solo la BCE e la Bank of Japan hanno optato per questa misura che, in effetti, può avere degli esiti alquanto ambigui. La banca centrale, forte di poter decidere la quantità di riserve monetarie obbligatoria per le banche commerciali, impone loro un tasso d'interesse negativo sulle riserve, il che, nella pratica, ha lo stesso effetto di una tassa sulla moneta detenuta; di conseguenza, anche gli istituti bancari, per non sostenere l'onore della "tassa", addebiteranno ai propri clienti dei tassi d'interesse negativi sui depositi, cosicché chi possiede moneta dovrebbero trovare più conveniente spendere piuttosto che risparmiare.

5. Effetti sulle condizioni finanziarie e macroeconomiche

Il paragrafo che segue si propone di descrivere l'evidenza empirica che le politiche non convenzionali hanno avuto sulle variabili finanziarie e su quelle macroeconomiche, con lo scopo di fornire alcune delucidazioni sulla loro effettiva capacità di condizionare il mercato e di salvare l'economia dalla recessione.

Anche se la loro efficacia cambia a seconda delle circostanze e degli strumenti con cui viene applicata, l'influenza delle politiche monetarie non convenzionali sulle variabili finanziarie è innegabile: l'aumento della base monetaria prodotto da tali manovre, agendo tramite i tassi d'interesse, ha significativamente migliorato la situazione dell'economia. Infatti, l'eccesso di liquidità della banca centrale accumulato nel mercato crea uno spread fra il cosiddetto "key policy rate", ossia il tasso d'interesse ufficiale di riferimento (MRO per la BCE), e il tasso d'interesse di brevissimo termine a cui le banche commerciali scambiano tra loro, "overnight market rate" (EONIA), che ha effetto sulle principali variabili macroeconomiche; inoltre le manovre atipiche hanno il potere di controllare anche i tassi d'interesse che sono alla base dei contratti privati di credito, come l'EURIBOR, stimolando così gli investimenti, oltre al fatto di poter influenzare l'andamento della curva dei rendimenti condizionando le aspettative degli operatori economici sul futuro andamento delle decisioni di politica monetaria.

Un discorso più ampio e complicato deve essere intrapreso, invece, per quanto concerne l'effetto sulle variabili macroeconomiche obiettivo quali PIL ed inflazione: a tal proposito la letteratura del settore ha affrontato l'argomento con tre approcci fondamentalmente differenti.

Molti studiosi hanno adottato una metodologia di misurazione diretta degli effetti sortiti dalle politiche non standard nei confronti di tali variabili; questa prospettiva si indentifica soprattutto nell'analisi VAR, un sistema econometrico contrapposto ai modelli strutturali, di cui si sono serviti Baumeister e Benati (2013), riguardo alle politiche della FED, per dimostrare che aumentare i tassi di interesse a lungo termine lasciando invariati quelli di breve termine ha effetti significativi e positivi sul mercato reale e sull'andamento dei prezzi. Nell'ambito europeo, invece, Lenza, Pill e Reichlin (2010) hanno provato come le misure non convenzionali adottate nel biennio di crisi 2008-2009 siano state le uniche artefici della riduzione della differenza tra i tassi del mercato monetario garantiti e non, portando ad una crescita produttiva dell'economia europea e ad un'inflazione in rialzo; infine, Peersman (2011) verifica, tramite un VAR strutturale, quanto le politiche di Quantitative Easing della BCE siano state in grado di gonfiare i volumi dei crediti bancari, ripristinare la liquidità nel mercato e la fiducia degli agenti economici, stimolando anche la spesa individuale.

Lo svantaggio principale di questo metodo è che le dinamiche e i legami tra le variabili su cui si basa non possono essere considerate definitive, né tantomeno si può dimostrarne il nesso causale.

In alternativa, può quindi essere considerato un approccio basato sulle fondamenta teoriche delle politiche atipiche, il cosiddetto modello DSGE, costruendo un modello economico nel quale queste politiche dovrebbero funzionare e illustrando i loro effetti all'interno di tale sistema: nonostante questo approccio sia da considerare più come una base per una dimostrazione empirica più precisa, Gertler e Karadi (2013) hanno scoperto che le manovre straordinarie di Quantitative Easing della FED, agendo tramite il portfolio-balance channel, abbiano salvato l'economia americana da una minaccia di deflazione persistente.

Un approccio intermedio tra i due sopra citati, che trova la sua forma più comune nella simulazione FRB/US, è quello adottato da Chung (2012) e da Engen (2015), che si sono serviti di una tipologia di simulazione che inserisce le misure atipiche all'interno di uno schema più tradizionale, per poi tracciare su tale mappatura gli effetti sulle variabili di crescita economica e inflazione; tale studio empirico risulta tanto più efficace quanto più la mappatura è precisa, e permette di considerare non solo l'impatto iniziale di una certa manovra, ma anche gli effetti della sua evoluzione all'interno dello schema. Quindi, tutti gli approcci sopra citati, seppur con interpretazioni diverse, concludono che la riduzione dei tassi d'interesse e l'aumento della liquidità nel mercato incentiva i prestiti, rendendo conveniente per famiglie e imprese investire anziché risparmiare, e, al contempo, alza i prezzi degli asset creando un effetto ricchezza di chi ne è in possesso; queste circostanze favoriscono la spesa e la fiducia, rilanciando l'espansione

dell'economia reale e portando, nel lungo periodo, la produzione, l'occupazione e l'inflazione al loro valore naturale.

Dati i limiti considerevoli sia dei metodi basati sulla misurazione dei dati empirici, sia di quelli che trovano fondamento nella teoria, non esiste un'opinione ampiamente condivisa riguardo all'efficacia empirica delle politiche: è fuor di dubbio che le azioni non convenzionali delle banche centrali siano state fondamentali nel gestire la crisi e impedirle di soffocare l'economia, ma, al contempo, è alquanto diffusa la sensazione di una crescita del PIL deludente e di un'inflazione inferiore alle aspettative. Quest'ultimo punto può essere spiegato analizzando in modo più approfondito sia il contesto economico che le caratteristiche specifiche delle misure considerate.

Innanzitutto, si devono considerare tutti quei fattori esterni che condizionano l'impatto delle misure atipiche sulle altre variabili economiche: la simultaneità con altre iniziative della banca centrale o con le politiche fiscali, le condizioni generali dell'economia in cui queste vengono applicate, il cambiamento delle aspettative sull'inflazione e della propensione del rischio, uniti all'inaffidabilità delle informazioni sulle attività macroeconomiche, spingono gli studiosi ad essere molto cauti nel decretare e nel quantificare gli effetti degli interventi non standard.

Stando agli studi empirici, le politiche in questione si sono dimostrate particolarmente efficaci quando mirano a risolvere una specifica mancanza e si focalizzano su segmenti del mercato che hanno influenza sull'intera economia, quando hanno per oggetto un grande acquisto di stock rispetto alla dimensione del mercato obiettivo e, infine, quando accompagnate da una comunicazione ben precisa degli obiettivi della banca centrale. Inoltre, data l'importanza del contesto economico-finanziario, le politiche possono dimostrarsi più o meno efficaci a seconda delle caratteristiche specifiche di ogni economia e degli aspetti istituzionali ("Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases", Bank of Canada, 2011).

CAPITOLO II

Gli effetti sulle economie emergenti

È ormai un dato di fatto che il mondo economico stia diventando sempre più interconnesso. Se, fino ad alcuni anni fa, c'era una netta separazione tra quelli che erano i mercati finanziari privi di rischio delle economie avanzate e la classe di asset composta da investimenti speculativi (più rischiosi) delle economie non capitalistiche, la crisi ha ribaltato la segmentazione dei mercati: il cambiamento nella percezione del rischio, iniziato quando gli operatori finanziari hanno realizzato che gli indicatori di rischio delle economie occidentali (Advanced Economies) stavano eguagliando quelli delle economie emergenti (Emerging Market Economies), ha favorito l'innescò di un processo di ribilanciamento all'interno di un nuovo "portafoglio globale" (Barroso J. B., Kohlscheen E., Lima E., 2014).

Questa nuova configurazione dei mercati finanziari, da un lato, obbliga le AEs a considerare gli effetti che le proprie scelte di politica monetaria sortiscono sulle economie emergenti, e, dall'altro, mette alla prova le istituzioni centrali delle EMEs che si trovano a fronteggiare difficili sfide per riuscire a preservare la propria stabilità finanziaria mentre perseguono i propri obiettivi di politica monetaria. A tal proposito, uno studio dettagliato di Fratzscher (2012) mostra chiaramente quanto gli shock monetari della FED degli ultimi anni abbiano avuto un forte impatto sui flussi di capitale nel portafoglio globale: il prolungato periodo di riduzione dei tassi di interesse di lungo termine delle economie avanzate, in particolare di quelli statunitensi, ha profondamente stimolato l'afflusso di capitali verso le EMEs e ne ha apprezzato la valuta domestica, causando un aumento della volatilità dei prezzi degli asset e una maggior propensione al rischio.

I crescenti investimenti degli operatori nei portafogli in valuta domestica (qui intesa come valuta dei mercati emergenti), da una parte, hanno allungato le scadenze degli asset delle EMEs, poiché gli investitori delle economie avanzate hanno orizzonti di investimento più ampi rispetto a quelli locali e prediligono titoli con scadenze a lungo termine e a reddito fisso, dall'altra, hanno sensibilizzato i mercati finanziari emergenti alle variazioni globali dei tassi di interesse, aumentando il rischio di deflussi di capitale improvvisi.

1. I canali di trasmissione e i fattori da cui dipendono

L'effetto spillover, ossia la diffusione di squilibri finanziari da un mercato ad un altro, a livello internazionale, può verificarsi attraverso una serie di canali di trasmissione, in particolare Takáts e Vela ("International monetary policy transmission", 2014) riconoscono alcuni principali canali tramite cui le politiche monetarie attuate negli ultimi anni dai paesi avanzati riescono a condizionare le economie dei mercati emergenti:

- Il tasso di cambio.

In pratica, la caduta del tasso di interesse ufficiale delle economie avanzate e l'appiattimento della curva dei rendimenti nel lungo termine, ha reso i titoli in dollari meno convenienti per gli investitori internazionali, spingendoli a preferire asset con un rendimento maggiore come quelli delle EMEs: l'aumento della domanda di tali valute ne ha aumentato il prezzo, il che ha portato ad un apprezzamento della valuta domestica e, quindi, ad un deprezzamento del tasso di cambio. Nonostante queste variazioni non siano state particolarmente significative, sono comunque in grado di avere un impatto sulle scelte finanziarie: nel 2013, all'annuncio di riduzione degli acquisti di asset della FED, infatti, il tasso di cambio di molti paesi emergenti si è deprezzato.

- Il tasso di interesse ufficiale.

Per evitare lo spiazzamento delle esportazioni, su cui si basa l'economia di gran parte degli EMEs, dovuto all'apprezzamento della valuta domestica, le banche centrali dei paesi emergenti potrebbero decidere di seguire la scia di riduzione del livello dei rendimenti, senza curarsi degli effetti positivi che avrebbe una ripresa delle economie avanzate sul proprio commercio nel lungo termine; non sorprende, infatti, notare come i tassi d'interesse, sia delle economie con tassi fissi che di quelle con tassi variabili, abbiano mostrato una convergenza verso i valori della FED.

- Il tasso di interesse di lungo periodo.

Le variazioni indotte sui tassi di interesse di lungo periodo statunitensi influenzano sia il benchmark globale dei rendimenti, sia l'avversione al rischio, che insieme determinano la formazione dei prezzi dei titoli emessi dagli EMEs nei mercati locali e internazionali. Essendosi verificato un forte afflusso di capitali stranieri verso i mercati dei titoli espressi in valuta dei paesi emergenti, è lecito pensare che, nel periodo di crisi, le politiche monetarie non convenzionali abbiano avuto una forte influenza sulle curve dei rendimenti dei mercati emergenti.

- I flussi di portafoglio.

A partire dal 2007, i mercati finanziari delle EMEs hanno visto un enorme afflusso di capitali e un aumento sostanziale del valore dello stock degli asset già esistenti: il valore degli investimenti, stando alla “IMF’s Coordinated Portfolio Investment Survey”, è cresciuto di 1.17 trilioni di dollari dal 2007 al 2012, soprattutto in virtù degli acquisti transnazionali dei titoli di debito statali, incoraggiando, quindi, i mercati creditizi di molte economie emergenti.

Riassumendo, con l’avvento della crisi, una parte sempre maggiore di banche centrali ha riconosciuto l’influenza che le politiche monetarie dei paesi avanzati hanno sulle economie emergenti: una visione condivisa è che i principali canali siano, appunto, il tasso d’interesse ufficiale (particolarmente rilevante per le economie con tasso di cambio fisso), il tasso di cambio (che ovviamente influisce maggiormente nei regimi a tasso flessibile), il tasso di interesse di lungo termine e i flussi del portafoglio di titoli, la cui importanza relativa rispetto agli altri canali è aumentata notevolmente con lo svilupparsi della crisi. Inoltre, le banche centrali hanno sottolineato la capacità delle influenze globali di sortire effetto sui prezzi delle commodity, sulle condizioni di credito internazionale, e sulle aspettative inflazionistiche.

Le opinioni su quale fra questi canali sia quello dominante nel condizionare la trasmissione degli spillover delle politiche non tradizionali non sono state del tutto convergenti, dato che l’efficacia potenziale di un canale rispetto agli altri dipende da una serie di fattori. A tal proposito, è sicuramente da considerare il grado di flessibilità del tasso di cambio: sembra, infatti, che le EMEs con un regime di tasso di cambio flessibile, siano state maggiormente in grado di decidere il proprio tasso di interesse di breve termine in modo relativamente indipendente dalle pressioni monetarie delle economie avanzate, come nel caso del Cile.

D’altra parte, è anche vero che, in molti casi, i fattori esterni hanno avuto un ruolo preponderante nell’influenzare i mercati emergenti, in virtù della loro capacità di condizionarne il tasso di interesse di lungo periodo: l’afflusso di capitali stranieri nelle EMEs, conseguente all’instabilità finanziaria creatasi nei paesi più avanzati, ha portato ad un appiattimento della curva dei rendimenti e una sincronizzazione dei tassi di interesse di lungo termine, come testimoniano le situazioni in Polonia, Malesia e Corea. In particolare, la realtà colombiana ha dimostrato come lo shock sul tasso di interesse di lungo termine statunitense, soprattutto se dovuto alle aspettative sull’andamento dei tassi a breve o a variazioni nel “term premium”, sia particolarmente influente nel determinare l’effetto spillover.

Tra i fattori decisivi si possono annoverare anche la struttura del sistema finanziario: in tal caso l’esempio più calzante è il Brasile che, con il suo mercato dei derivati in valuta estera, l’apertura ai trasferimenti di capitale e il cambio flessibile, è il maggior esempio di come gli effetti

spillover trasmessi attraverso i flussi di capitale siano stati in grado di condizionare profondamente le variabili di credito (quali il prezzo degli asset e i tassi d'interesse) stimolando le concessioni di credito e l'attività economica (uno studio sul Brasile condotto da Barroso nel 2012 calcola, infatti, che l'afflusso di capitale è stato responsabile per il 60% del boom creditizio).

Infine, non sono da sottovalutare i fattori specifici di ogni nazione e il cosiddetto "canale psicologico", che, andando aldilà della razionalità dell'individuo, spiega i frequenti "herding behaviour" degli investitori, ossia quelle reazioni di imitazione e di comportamento gregario che si scatenano in seguito a sentimenti irrazionali indotti dalle comunicazioni delle banche centrali.

2. Valutazioni e conclusioni sugli effetti spillover

Stando alle teorie keynesiane tradizionali, tra i canali di trasmissione, il tasso di interesse di breve periodo sarebbe il fattore maggiormente in grado di assorbire gli shock: infatti, nonostante il calo del tasso di interesse straniero porti ad un apprezzamento reale della valuta domestica, l'impatto sarebbe limitato dal boom di export delle economie emergenti che si verificherebbe in seguito alla crescita della produzione di quelle avanzate; il fatto che tale effetto positivo sull'output delle economie emergenti si verificherebbe con un ritardo rispetto a quello immediato, potrebbe spingerle ad abbassare i tassi di interesse, il che significherebbe perdere l'indipendenza sulle proprie scelte di politica monetaria.

Il tasso di breve termine, pur essendo il canale di trasmissione più diretto, risulta rivestire comunque un ruolo minore rispetto al tasso di lungo termine: quest'ultimo varia in funzione delle aspettative sul tasso di interesse di breve termine, dell'inflazione attesa e del cosiddetto "term premium" (un concetto che verrà analizzato più nel dettaglio nelle prossime righe), e riesce a spiegare in modo molto più completo il nesso causale tra le politiche monetarie delle AEs e gli effetti sulle economie emergenti. Infatti, le politiche di Quantitative Easing della FED hanno stimolato i movimenti di capitale all'interno dei mercati dei titoli, attraverso i quali si esplicano gli effetti spillover, innescando così variazioni nel "term premium" statunitense che, a sua volta, determina fluttuazioni del tasso di lungo termine.

Alla luce di questi ragionamenti, è comprensibile che, in seguito alla caduta del tasso di interesse di breve periodo a ridosso dello zero, l'attenzione si sia spostata, più che sul livello stazionario del tasso di interesse ufficiale, sul differenziale tra il tasso di interesse di lungo termine e quello di breve termine degli asset, un concetto espresso dal termine inglese "term

spread”. Infatti, è stato dimostrato un nesso di causalità tra il “term spread” statunitense e quello delle EMEs per quanto concerne la maggioranza delle economie emergenti, con l’eccezione di Cile, Colombia, Ungheria, Malesia, Perù, Russia e Thailandia; nel periodo post-crisi, nei paesi in cui questa correlazione si dimostra ancora valida (il caso più esemplificativo è il Brasile), gli effetti sembrano essere significativi e duraturi nel tempo, osservabili anche a distanza di mesi (Barroso J. B., Kohlscheen E., Lima E., 2014). Si può quindi affermare che, nel contesto attuale, i fattori derivanti dalle scelte monetarie delle economie avanzate, sono elementi chiave nel determinare la densità totale del flusso di capitali, e che la perdita di indipendenza monetaria delle economie emergenti deriva dalla difficoltà nel controllo del tasso di lungo termine e non di breve termine.

Un altro appunto necessario riguarda il tasso di cambio, il cui ruolo nell’influenzare la propensione al rischio non va sottovalutato: nonostante il tasso di cambio flessibile, come il tasso d’interesse di breve termine, sia considerato uno strumento di assorbimento degli shock esogeni, si deve considerare che l’apprezzamento della valuta domestica rafforza i portafogli di famiglie ed imprese, e al contempo riduce il rischio di credito percepito dalle banche, portando ad una rapida crescita del credito. Quindi, se il canale “di rischio” è importante per la crescita del credito, è probabile che un tasso di cambio flessibile non tamponi, ma anzi amplifichi, l’impatto degli shock monetari esterni.

In conclusione, per capire le modalità tramite cui le politiche non convenzionali influenzano i mercati del credito delle EMEs, si deve analizzare come le variazioni del tasso di cambio condizionano il costo d’uso del capitale, il quale determina la domanda di credito e quindi anche la spesa aggregata.

In particolare, lo studio condotto da Miyajima, Mohanty e Yetman (Bank for International Settlements, 2014), analizzando gli effetti spillover, ha riconosciuto tre specifiche dinamiche attraverso cui le politiche di “Quantitative Easing” attuate dalle AEs hanno influito sul costo del capitale e sulle condizioni di credito.

- Le aspettative sul tasso di interesse.

Tra le manovre non convenzionali applicate dalle AEs è stata citata, nel capitolo precedente, la politica di “interest rate forward guidance”, ossia un programma delle banche centrali volto, appunto, a “guidare” le aspettative degli agenti economici sull’andamento futuro del tasso di breve termine: gli studi hanno dimostrato che la garanzia della FED sulle sue intenzioni di mantenere al minimo il tasso ufficiale, portando al ribasso il tasso d’interesse di lungo termine, ha reso conveniente per gli operatori investire in strumenti di debito delle economie emergenti, apprezzandone così la moneta e facilitandone le condizioni finanziarie.

- I prezzi degli asset.

L'aumento del flusso di capitali proveniente dalle economie avanzate e diretto verso quelle emergenti riduce il cosiddetto "user cost", ossia il costo di detenere capitale che dipende positivamente dal deprezzamento della valuta in cui questo capitale è espresso; risulta, quindi, intuitivo pensare che l'apprezzamento della moneta delle EMEs (causato dall'aumento della domanda della moneta stessa) riduce lo "user cost" del capitale domestico, accrescendo il valore degli asset espressi in questa valuta e, di conseguenza, favorendo la concessione di crediti da parte delle banche e incoraggiando gli investimenti. Inoltre, l'aumento di domanda di titoli e obbligazioni in valuta locale, ne spinge al rialzo il prezzo, rinforzando ulteriormente gli effetti prodotti dall'apprezzamento della valuta: famiglie e imprese dei paesi emergenti che hanno accumulato debiti in valuta statunitense avranno un guadagno di ricchezza dovuto al temporaneo calo del valore, in termini di valuta domestica, dei propri debiti in dollari, il che li spingerà ad un consumo maggiore e porterà le banche ad espandere il credito, attivando il canale di accelerazione finanziaria (Bruno e Shin, 2014).

- Il "term premium" e il "risk premium".

Come detto in precedenza, tra i fattori in grado di influenzare il tasso di interesse di lungo periodo c'è il "term premium", che può essere definito come una quota extra richiesta dagli operatori economici per investire in asset a lungo termine piuttosto che in quelli a breve termine, il cui rendimento futuro atteso è più sicuro. Il "term premium", quindi, dipende dal rischio percepito degli investimenti di lungo termine, principalmente titoli di Stato, e dalla loro domanda: la situazione attuale di crisi e di volatilità delle variabili economiche, che ha portato gli investitori a prediligere nel proprio portafoglio asset di lungo termine, unita alle politiche di QE delle banche centrali, che hanno aumentato la domanda e il prezzo dei titoli, hanno portato il "term premium" ad un livello particolarmente basso.

La compressione del "term premium" dei titoli statunitensi induce gli investitori a cercare rendimento in altri mercati, anche a costo di assumersi maggiori rischi: i capitali si spostano verso i titoli dei mercati emergenti, considerati più rischiosi ma più profittevoli, in quanto, in teoria, garantiscono un premio a rischio dovuto all'incertezza riguardo il rischio di default ("bond risk premium") e alla volatilità del valore della moneta dei mercati emergenti ("currency risk premium"), che, insieme, costituiscono gran parte del rendimento dei titoli delle EMEs.

La crescente incertezza economico-finanziaria nei mercati delle economie avanzate riduce il rischio percepito degli investitori nei confronti delle economie emergenti (“bond risk”), stimolando ulteriormente l’afflusso di capitali nei mercati emergenti e comprimendone il premio a rischio. Tali dinamiche sortiscono effetti sul costo d’uso del capitale che, infatti, è influenzato dal “term premium”, dal deprezzamento del capitale e dal “risk premium”: la caduta delle aspettative sui tassi di breve termine e del “term premium” statunitensi, uniti alla riduzione del premio a rischio dei titoli di Stato delle economie emergenti, hanno ridotto lo “user cost” degli investimenti nelle EMEs, provocando un boom del credito in questi paesi.

Riassumendo, le politiche non convenzionali di Quantitative Easing della FED, hanno provocato variazioni nel “term premium” statunitense che, agendo tramite il canale di avversione al rischio (Bruno e Shin, 2013), hanno ridotto il premio a rischio delle economie emergenti favorendone la riduzione del costo del capitale nel breve periodo.

Si può, quindi, concludere affermando che le politiche monetarie non tradizionali messe in atto dalle banche centrali delle grandi economie avanzate possono influire sulle condizioni economiche e finanziarie delle economie emergenti: le variazioni delle curve dei rendimenti, i prezzi dei titoli e i tassi di cambio producono dei cambiamenti sostanziali nel costo e nella quantità del credito (Miyajima, Mohanty and Yetman, 2014).

CAPITOLO III

Valutazioni generali, effetti collaterali e sfide

4. Valutazioni sulle conseguenze delle politiche non convenzionali

Gli studi realizzati al riguardo dimostrano che i paesi che hanno deciso di affrontare la crisi con le politiche monetarie non convenzionali, sono riusciti a superare la forte instabilità che si era creata, ristabilendo il corretto funzionamento del mercato finanziario.

Detto questo, sarebbe comunque scorretto dire che tutte le politiche sono state efficaci in modo uniforme nel raggiungere gli obiettivi prefissati. Mentre gli acquisti di titoli assicurati da mutui ipotecari negli Stati Uniti sembrano aver realmente ridotto i rendimenti dei mutui, stimolandone la richiesta e quindi aumentando gli investimenti reali, nell'area Euro è ancora evidente la discrepanza tra i tassi a cui viene concesso il credito ai privati, che rimangono relativamente alti, e il tasso di interesse ufficiale controllato direttamente dalla banca centrale che, insieme al tasso di interesse sui titoli di stato, continua a registrare valori inferiori. Anche se la situazione, senza l'intervento degli istituti centrali, avrebbe potuto essere nettamente peggiore, gli effetti degli strumenti non convenzionali risultano fortemente dipendenti dai vincoli strutturali del settore bancario (bassa profittabilità, insufficienza di incentivi, e incapacità di assorbimento delle perdite) e dall'incertezza a livello macroeconomico, che rendono l'abbassamento del costo del finanziamento insufficiente a garantire la ripresa economica.

Come già noto, l'effetto forse più importante delle politiche non standard, in quanto canale di trasmissione verso l'economia reale, è stata la riduzione del tasso di interesse di lungo termine dei Titoli di Stato. I calcoli dell'IMF (International Monetary Fund) dimostrano che il rendimento con scadenza a dieci anni dei titoli statunitensi è diminuito tra i 90 e i 200 punti base, quello dei titoli UK ha registrato un calo compreso tra i 45 e i 160 punti base, e il Giappone di circa 30 bps. Inoltre, varie analisi suggeriscono che le politiche di "interest rate forward guidance" hanno influito sulle aspettative sull'andamento dei tassi di interesse più dell'annuncio delle politiche di QE, anche se gli acquisti effettivi di titoli sembrano aver avuto effetti più tangibili rispetto al solo annuncio, il che suggerisce che le politiche non convenzionali abbiano lavorato soprattutto tramite canali diversi da quello di segnalazione, in particolare il cosiddetto "portfolio balance channel" di cui si è parlato nel primo capitolo.

Infine, le politiche volte a stimolare la domanda reale quando il tasso di interesse è al suo livello inferiore, sembrano aver avuto successo nel loro scopo di incrementare la crescita economica e di prevenire la deflazione, nonostante questo tipo di effetti sia complicato da misurare: tutte le

scoperte derivanti da studi empirici supportano la visione secondo cui la crescita del PIL e l'inflazione siano conseguenze del programma di acquisto di titoli su larga scala. Il settore bancario debole, l'eccesso di debito privato delle famiglie e pubblico dei governi, e il clima di incertezza generale, sono considerati, da una parte, le circostanze che hanno limitato gli effetti delle politiche non convenzionali, dall'altra, però, si deve considerare che fattori di carattere strutturale, fiscale, e relativi al settore bancario come quelli sopra citati, richiedono molto tempo per essere modificati tramite riforme, un tempo che è concesso loro dalle politiche monetarie in questione.

Tra gli effetti empiricamente dimostrati, c'è anche il fatto che le politiche non convenzionali, se portate avanti per lunghi periodi, siano in grado di generare alcuni rischi, che verranno affrontati più nel dettaglio nel prossimo paragrafo.

5. Effetti indesiderati delle politiche non convenzionali

Tra le potenziali conseguenze rischiose delle politiche delle banche centrali, c'è il fatto che i vantaggi che si manifestano nel breve termine possano distogliere l'attenzione dalla necessità di riforme strutturali che mantengano costante e stabile la crescita nel lungo periodo; infatti, anche se le riforme strutturali, i cui effetti sono visibili solamente col tempo, non possono sostituire le politiche monetarie nell'immediato, è importante tenere a mente la loro importanza affinché si possano porre le fondamenta per mandare avanti l'economia anche quando le politiche monetarie atipiche non dovessero più essere attuate. Inoltre, sono da considerare anche la maggior propensione al rischio conseguente alle politiche accomodanti, e la perdita di credibilità delle banche centrali. Quest'ultima, che si creerebbe se gli agenti economici dovessero considerare gli acquisti di titoli come una tecnica di facilitazione del finanziamento del debito pubblico o come uno strumento di supporto di un sistema finanziario debole, potrebbe, infatti, minare il corretto andamento delle aspettative inflazionistiche, avendo conseguenze negative sulle scelte degli operatori economici.

Per questi e per altri motivi, le banche centrali dovrebbero considerare il bilanciamento tra i costi marginali e i benefici marginali delle proprie decisioni di politica monetaria. Nonostante sia particolarmente complicato valutare se i primi eccedano i secondi, o viceversa, è possibile fare un'analisi dei costi e degli effetti collaterali che potrebbero scaturire dalle politiche non convenzionali:

- Il mal funzionamento del mercato finanziario.

Il fatto che, in seguito alle politiche di QE, gran parte degli asset più sicuri e con più garanzie, quali i Titoli di Stato, siano nelle mani delle banche centrali, ne riduce la disponibilità all'interno del mercato e, in particolare, per gli investitori istituzionali che sono obbligati per legge a detenerli; inoltre, questi stessi asset possono essere ripetutamente scambiati sotto forma di garanzie lungo una catena di transazioni, amplificando così il loro ruolo di creazione di liquidità nel sistema finanziario (Claessens, 2012). In secondo luogo, il possesso da parte delle banche centrali di gran parte dello stock di debito pubblico dei governi, potrebbe renderle dominanti all'interno del mercato finanziario, influenzando il comportamento degli altri operatori di mercato. Questi fattori, uniti alle implicazioni sulla validità del sistema bancario che potrebbero avere le politiche "negative interest rate" (perdita di profitto per le banche) di cui si è parlato nel primo capitolo, si tradurrebbero in un indebolimento del funzionamento del mercato che, nel lungo periodo, potrebbe ostacolare l'attività dell'economia reale ed intaccarne la ripresa dalla crisi.

- Il rischio nel sistema finanziario.

La riduzione del rendimento di lungo periodo causata dalle scelte di politica non convenzionale, come già accennato, inducono gli investitori a cercare maggiori rendimenti in alternative più rischiose, il che, da un lato, è l'obiettivo delle manovre in quanto riduce il premio a rischio e di conseguenza il costo del capitale, favorendo gli investimenti reali delle imprese e la crescita economica. D'altra parte, questa tendenza, se prolungata nel tempo, potrebbe avere degli aspetti negativi: la sovra-valutazione dei prezzi degli asset potrebbe aumentare il rischio di un crollo senza che vi sia un effettivo investimento in beni reali, e il ridotto costo del capitale potrebbe portare le imprese a preferire investimenti "labour-saving", contribuendo così a ridurre ulteriormente l'occupazione. Quindi, le banche centrali rischiano che queste condizioni vadano ad ostacolare gli obiettivi che si erano promesse di realizzare con le politiche non convenzionali.

Inoltre, le banche centrali devono riuscire a gestire correttamente sia il rischio di credito sia il rischio di mercato e, quindi, la potenziale perdita di capitale dovuta all'acquisto di asset rischiosi, sia la perdita di credibilità e di indipendenza dalle autorità governative che potrebbe realizzarsi se gli acquisti di Titoli di Stato vengono visti dagli operatori

economici come un modo per facilitare il disavanzo fiscale o se si verificano perdite di capitale, in quanto ciò provocherebbe una deviazione delle aspettative inflazionistiche.

- I ritardi nell'aggiustamento macroeconomico e il moral hazard.

Il mantenimento, per un periodo prolungato, di tassi di interesse di lungo termine molto bassi, potrebbe avere l'effetto di ritardare alcune riforme o comportamenti che invece sarebbero necessari al riassetto del sistema macroeconomico: in primo luogo, porterebbe i governi a pensare di poter rimandare le riforme di consolidamento fiscale, essendo bassissimo l'interesse sul pagamento del loro debito; in secondo luogo, potrebbe indurre le banche commerciali a concedere prestiti impraticabili; infine, è probabile che induca le famiglie ad un sovra-indebitamento o a ritardare l'aggiustamento necessario a ridurre il loro debito.

Oltre a questo, c'è il problema dell'azzardo morale: la consapevolezza degli operatori economici e delle banche commerciali che le banche centrali si faranno carico delle conseguenze delle scelte di politica monetaria, spinge i banchieri del settore privato ad ignorarle e a detenere liquidità insufficiente o ad adottare comportamenti di "herding". Il punto è che non è chiaro se il comportamento degli istituti commerciali sia dovuto, appunto, al moral hazard, per cui le banche assumono comportamenti rischiosi perché si aspettano di essere salvate in caso di fallimento, oppure se non sono a conoscenza dei rischi che corrono.

- La distribuzione della ricchezza.

Tra gli effetti indesiderati delle politiche non convenzionali ce n'è anche uno di carattere "morale", ossia l'impatto sui guadagni e, in particolare, sulla distribuzione della ricchezza. Le politiche monetarie hanno da sempre influenzato la distribuzione delle risorse, ma nella situazione pre-crisi, in un contesto di stabilità economica, questo aspetto poteva passare in secondo piano; la crisi finanziaria, invece, non solo ha portato alla luce la disuguaglianza di ricchezza che c'era sempre stata, ma ha anche focalizzato l'attenzione sul ruolo e sulle responsabilità delle banche centrali. Al riguardo, lo studio più recente è quello di Domanski (2016), che ha dimostrato, tramite un sondaggio sulle famiglie, l'evidenza empirica del nesso tra politica monetaria e distribuzione della ricchezza: le variazioni nel portafoglio degli asset delle banche centrali, da un lato, hanno il potere di spingere al rialzo i prezzi delle equity, aumentando la disuguaglianza, mentre dall'altro, possono migliorare la distribuzione delle risorse alzando i prezzi degli immobili. A lungo andare, le politiche monetarie ultra espansive esercitano una forte pressione sui margini di profitto delle banche: le plusvalenze provvisorie sullo stock di

titoli in portafoglio, dovuto all'aumento del loro prezzo, non sono comunque sufficienti a bilanciare la compressione dei profitti derivante dal fatto che le banche commerciali non riescono a traslare l'onere di tassi di interesse così bassi sui depositanti.

La riduzione della capacità delle banche di accumulare capitale che ne deriva, pone, nel lungo termine, dei vincoli alla concessione di prestiti, poiché gli investitori si spostano su alternative più rischiose e i privati preferiscono risparmiare: risulta evidente, quindi, che le politiche molto espansive favoriscono, in ultima istanza, una forte redistribuzione dei redditi a favore dei ricchi, che vedono rivalutare i loro attivi, e dei soggetti più indebitati, che possono ridurre i loro oneri finanziari, mentre la reticenza delle banche a concedere prestiti, svantaggia la classe media che vorrebbe indebitarsi, limitando la ripresa economica. Tutto ciò contribuisce a minare la credibilità delle banche centrali, e il punto, in tal caso, è sempre l'interdipendenza tra le banche centrali e i governi: le banche centrali hanno un monopolio sul tasso di interesse, ma, per quanto riguarda le politiche di bilancio, bisogna avere una visione d'insieme, poiché ogni politica monetaria di bilancio può essere influenzata dal governo e può condizionare il bilancio statale. Ecco perché trova un crescente supporto la volontà di usare la politica fiscale al fine di stimolare la domanda (Rony Hamaui, 2016).

- I rischi legati agli effetti di propagazione (spillovers).

Gli effetti spillover, un tema affrontato nel capitolo precedente, potrebbero rappresentare un fattore di rischio per le economie emergenti che subiscono, indirettamente, le conseguenze delle scelte di politica monetaria dei paesi avanzati. Infatti, nonostante i mercati emergenti, per contenere l'espansione del credito, possano reagire con gli strumenti prudenziali o di controllo del capitale, gli effetti di tali misure potrebbero richiedere tempo per stabilizzarsi. Ciò che potrebbe funzionare nella teoria potrebbe non essere efficace nella pratica o infattibile a livello politico.

La propagazione delle politiche monetarie ha causato l'incremento dei prezzi degli asset dei mercati emergenti: mentre i paesi avanzati soffrivano di un'eccessiva espansione del credito, le EMEs diventavano il recipiente dei flussi di capitale in cerca di profitto. L'apprezzamento della valuta dei paesi emergenti ha contribuito al collasso del mercato degli export, in seguito al quale anche loro hanno intrapreso la strada delle politiche accomodanti, registrando così un boom creditizio che ha favorito in molti paesi, in particolare Brasile e India, un aumento vertiginoso del debito pubblico.

Una delle principali conseguenze dei boom creditizi che si verificano nelle EMEs è la spinta della leva finanziaria, tramite cui un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, quindi,

di beneficiare di un potenziale rendimento, o di una perdita, maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto. L'utilizzo della leva tra gli istituti bancari è un fattore di rischio significativo, in quanto potrebbe portare ad un effetto domino contagiando l'intero sistema bancario: se aumenta il grado di leva nei paesi emergenti, aumentano le vulnerabilità del mercato finanziario, il che rende le EMEs più esposte allo shock di deflusso di capitale che potrebbe verificarsi all'improvviso all'annuncio dell'uscita delle economie avanzate dalle politiche atipiche.

6. L'uscita dalle misure non convenzionali

Il fatto che le politiche non convenzionali, nascendo in risposta a circostanze particolari, non possano essere attuate in modo permanente, pone davanti alle banche centrali una sfida considerevole, che consiste nel progettare un'efficace strategia di uscita dalle politiche atipiche per riportare i propri bilanci e le condizioni finanziarie ai loro livelli normali. È necessario che le banche centrali, per garantire il corretto andamento delle aspettative inflazionistiche, specificino le loro intenzioni a riguardo ancor prima di attuare le proprie strategie di uscita (che ovviamente saranno diverse in relazione alle caratteristiche specifiche dell'economia in cui vengono applicate) e, a tal proposito, il tempismo rappresenta un fattore chiave: un'uscita precoce e troppo brusca porterebbe l'economia di nuovo in recessione, mentre, al contrario, ritardare l'uscita aumenterebbe ulteriormente la liquidità nel mercato portando l'inflazione a livelli eccessivi. Intuitivamente, le banche centrali possono decidere di percorrere due principali alternative: la prima, quella di lasciare che i titoli acquistati con le manovre di Quantitative Easing facciano il loro decorso e maturino fino alla scadenza, lasciando quindi che il proprio bilancio si ridimensioni gradualmente nel corso del tempo (Carpenter, 2015), la seconda, quella di rivendere gli asset acquistati, in modo da estinguere le riserve accumulate dalle banche commerciali in seguito agli acquisti di titoli su larga scala da parte delle banche centrali.

La banca centrale ha però altri modi, meno diretti, per ridurre le riserve: ricorrendo alla propria facoltà di poter pagare un interesse sulle riserve, le banche centrali possono alzare il tasso di interesse ufficiale anche avendo un bilancio allargato, il che conferisce loro una maggior flessibilità nel progettare ed attuare le strategie di uscita. L'idea alla base di questa teoria è che le banche centrali possano controllare il tasso "overnight" anche solo tramite le decisioni sul tasso d'interesse sulle riserve: fissando ad un certo livello il tasso d'interesse sulle riserve che le banche centrali pagano a quelle commerciali, automaticamente si fisserà a quello stesso livello anche il limite del tasso "overnight" al quale le banche commerciali scambiano liquidità

tra loro, in quanto, intuitivamente, una banca commerciale vorrà prestare denaro ad un'altra solamente fin quando l'interesse che riceve è superiore o uguale a quello che riceverebbe per il solo fatto di detenere quel denaro sotto forma di riserve, stabilendo, quindi, il limite inferiore del cosiddetto "corridoio dei tassi di interesse". A tal proposito, Goodhart (2009) suggerisce che la strategia delle banche commerciali potrebbe consistere, inizialmente, nel fissare un margine basso del "corridoio" (basso tasso "overnight" vicino al tasso ufficiale a cui le banche centrali prestano a quelle commerciali), rendendo sconvenienti gli scambi tra banche in modo da penalizzare l'accumulo di riserve e al contempo favorire i prestiti da parte delle banche centrali; una volta stabilizzatasi la ripresa, le banche centrali potrebbero alzare il tasso "overnight" e quello ufficiale in modo da rendere più profittevoli i loro prestiti alle banche commerciali.

In ogni caso, queste considerazioni hanno un carattere per lo più teorico, nella pratica, infatti, sono da considerare fattori di varia natura che potrebbero influire sull'andamento delle politiche di uscita: innanzitutto, si deve mettere in conto che i tradizionali meccanismi di trasmissione, in una situazione di eccesso di liquidità, potrebbero sortire effetti più deboli del solito, inoltre, si deve considerare l'incertezza fiscale che ha dominato in tutte le economie negli anni della crisi (in cui il debito pubblico ha favorito persistenti restrizioni fiscali) e che obbliga le banche centrali a tenere conto sia dell'incertezza fiscale nel proprio paese, sia degli effetti spillover sul consolidamento fiscale in altre economie. Inoltre, la crisi globale ha portato le banche a pensare che sarebbe più sicuro avere più liquidità anche in momenti "normali", il che induce le banche centrali a prendere in considerazione di modificare la quantità minima obbligatoria di riserve che le banche commerciali devono detenere per legge.

Come è stato più volte dimostrato in questo elaborato, il tasso di interesse di lungo termine è una variabile fondamentale nel guidare sia le variabili macroeconomiche, sia la stabilità finanziaria; il problema che le banche centrali si trovano ad affrontare nell'ambito di uscita dalle politiche monetarie non standard è appunto quello di non piena giurisdizione sul tasso di lungo termine, essendo questo sotto la giurisdizione anche del governo. Il debito pubblico, infatti, viene controllato tramite le cosiddette "politiche di gestione del debito": è il governo a decidere se finanziare il debito prendendo a prestito denaro dalle banche centrali (monetizzazione del debito) o indebitandosi verso il settore privato e investitori stranieri, riuscendo quindi, così come fanno le banche centrali, a modificare il portafoglio di asset del mercato tramite le proprie transazioni. L'avvento della crisi ha portato al superamento della netta separazione tra il ruolo delle banche centrali, che dovevano evitare di operare nel mercato del debito di lunga scadenza, e quello dei governi, che dovevano garantire la minimizzazione dei costi per le finanze pubbliche: le banche centrali, con gli acquisti su larga scala di Titoli di

Stato, si sono spinte oltre il loro compito, e i governi, prevedendo un debito sempre più alto da ripagare, hanno allungato la scadenza della loro emissione di debito, limitando così l'efficacia del Quantitative Easing messo in atto dalle banche. Infatti, l'evidenza empirica, che dimostra che il governo statunitense ha aumentato la scadenza della propria emissione di debito davanti al disavanzo, suggerisce che le variazioni lungo la curva dei rendimenti indotte dalle azioni delle banche centrali, potrebbero aver portato i policy makers dei governi a sfruttare, tramite le proprie politiche sul debito pubblico, i vantaggi derivanti dall'abbassamento temporaneo del tasso di interesse.

Secondo il principio di Equivalenza Ricardiana, la banca centrale deve solo fissare il tasso d'interesse ufficiale e saranno le aspettative del mercato a determinare l'andamento della curva dei rendimenti: le imprese e le famiglie capiscono le conseguenze fiscali derivanti dalle variazioni nel bilancio dello Stato e della banca centrale, e reagiscono in modo da limitare il più possibile gli effetti che pensano potranno peggiorare la loro situazione. Questo approccio intertemporale suggerisce che le decisioni di politica fiscale potrebbero avere un'influenza sugli effetti delle future politiche monetarie attuate dalle banche centrali, poiché le scelte dei governi riguardo al proprio bilancio condizionano le aspettative e i comportamenti degli operatori economici privati: per questi motivi le politiche delle banche centrali hanno perso indipendenza e, se vogliono che le loro strategie di uscita dalle politiche non convenzionali sortiscano gli effetti desiderati, devono collaborare con i governi riguardo alle loro decisioni di politica fiscale e di finanziamento del debito, attribuendo, al contempo, massima importanza alle proprie decisioni di comunicazione per assicurarsi di guidare nella giusta direzione le aspettative dei mercati.

Le connessioni globali rendono le azioni di ogni paese interdipendenti da quelle degli altri paesi: per questo motivo è necessario che vi sia un coordinamento internazionale della politica tra le scelte e le posizioni delle varie economie, in modo da garantire dei risultati ottimali per entrambe le parti e da favorire la collaborazione riguardo all'adozione di strumenti normativi e macro-prudenziali che permettano di gestire le esternalità negative. Inoltre, la collaborazione internazionale potrebbe portare dei benefici anche per quanto riguarda l'uscita, ad esempio instaurando linee swap sul tasso di cambio ed assicurando alle banche centrali informazioni e avvertimenti avanzati sulle prospettive di uscita (International Monetary Fund, 2013).

Conclusion

Le banche centrali delle maggiori economie avanzate hanno risposto alla crisi finanziaria del 2007 con una serie di misure non convenzionali, sperando che fossero in grado di sortire effetti laddove le politiche standard avevano fallito. Le espansioni monetarie attuate come primo tentativo di ripristinare l'economia in recessione, infatti, avevano portato il tasso di interesse di breve termine a ridosso dello zero (ZLB), rendendo quindi inefficace ogni ulteriore azione espansiva già comprovata: le banche centrali sono state costrette a pensare "out of the box" e ad ideare una serie di strumenti che potessero influire sulle nuove condizioni createsi in seguito alla crisi, al fine di evitare il crollo del sistema finanziario e riportare ai valori naturali l'inflazione e l'economia reale.

Le banche centrali dei maggiori paesi avanzati, dalla FED alla BCE, hanno quindi adottato misure non convenzionali differenti in base alle specifiche circostanze ed esigenze: la maggior parte si sono appellate alle politiche di bilancio ("balance sheet policies"), acquistando asset su larga scala in modo da immettere liquidità nel sistema e modificare la composizione dei bilanci privati, altre hanno ricorso alle misure di "forward guidance", con l'obiettivo di influenzare le aspettative ed il comportamento degli operatori economici, e, infine, solo la BoJ e la BCE hanno deciso di imporre alle banche commerciali dei tassi di interesse negativi sulle riserve, sperando di incentivare le spese di chi deteneva depositi.

Nonostante la varietà di politiche applicate, gli obiettivi a cui le banche centrali miravano erano simili: frenare il tracollo del sistema finanziario e riuscire a stimolare la spesa ed il credito, in modo da dare una scossa alla domanda aggregata ed impedire una deflazione persistente. Questi effetti sull'economia reale si sono realizzati tramite i cosiddetti canali di trasmissione della politica monetaria, tra cui i più rilevanti sono il "signalling channel" e il "portfolio-balance channel": il primo, che si attiva attraverso la comunicazione delle decisioni delle banche centrali, mira ad influenzare le aspettative degli operatori economici, così da condizionare il tasso di interesse di lungo termine, principale legame con le variabili reali, mentre il secondo opera modificando la dimensione e il contenuto del bilancio delle banche centrali, nel tentativo di influire sui prezzi degli asset e controllare le condizioni di credito all'interno dell'economia.

Molti hanno cercato di quantificare e qualificare l'efficacia empirica delle politiche atipiche, anche se i risultati, spesso, variano in base al contesto in cui sono applicati e sono difficili da decretare con certezza. Nonostante ciò, l'evidenza disponibile sugli esiti macroeconomici suggerisce che gli interventi delle banche centrali hanno sortito gli effetti sperati, sostenendo la

crescita del credito, sfuggendo alle prospettive di un vertiginoso calo del PIL e assicurando una ripresa dell'inflazione.

Per avere una valutazione completa dell'esperimento delle politiche non convenzionali, però, vi sono molti altri fattori da prendere in considerazione e, a tal proposito, è necessaria un'analisi che metta a confronto costi e benefici, facendo luce sugli effetti collaterali che potrebbero scaturire dall'attuazione di tali politiche. Più le banche centrali si allontanano dalla loro "comfort zone" sul tasso di interesse di breve termine, maggiori sono i rischi che si trovano ad affrontare. Più aumenta l'acquisto di asset sicuri, più diminuisce il grado di sicurezza nel mercato finanziario. Più le banche centrali influiscono sul bilancio del settore privato, più ne favoriscono la propensione al rischio e lo rendono dipendente dal settore pubblico. Più i privati si spostano verso alternative più rischiose, più diminuisce il costo del capitale, più gli investimenti diventano "labor-saving", portando ad un calo dell'occupazione. Più si riducono i tassi di interesse, più, nel lungo periodo, diminuisce la capacità delle banche commerciali di accumulare capitale, rendendole reticenti a concedere prestiti. Più le politiche non convenzionali continuano ad essere implementate, più le riforme strutturali necessarie a sostenere l'economia vengono rimandate. Più crescono gli acquisti di Titoli di Stato, più le banche centrali si trovano costrette a coordinarsi con le operazioni di gestione del debito pubblico e con la politica fiscale, perdendo così indipendenza.

Oltre a questi effetti indesiderati, le banche centrali fronteggiano anche alcune problematiche riguardanti l'uscita dalle misure non convenzionali, che, anche potendosi risolvere in modo semplice nella pratica, potrebbero essere ostacolate dalla non piena giurisdizione delle banche sul tasso di interesse di lungo termine, condivisa con i governi.

Infine, non sono da sottovalutare le conseguenze che l'appiattimento della curva dei rendimenti ha sulla propensione verso il rischio: gli operatori economici, infatti, sono portati a spostarsi verso investimenti meno sicuri ma più profittevoli, incoraggiando forti afflussi di capitale verso le economie emergenti (EMEs). Questo ne modifica i prezzi degli asset e, di conseguenza, le condizioni creditizie, oltre ad apprezzarne la valuta, spiazzandone le esportazioni.

Alla luce di queste considerazioni, si può concludere affermando che l'uso delle politiche non convenzionali, sebbene la loro efficacia sia indubbia, dovrebbe essere considerato come un mero strumento eccezionale, limitato a circostanze specifiche.

Bibliografia

Abbassi P., Linzert T. (2011), “The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis”, European Central Bank Working Paper no. 1328, ECB, Frankfurt.

Barroso J. B., Kohlscheen E., Lima E. (2014), “What have central banks in EMEs learned about the international transmission of monetary policy in recent years?”, BIS Contributed Paper, BIS Papers no. 78, BIS, Basilea.

Bean C. (2013), “Global aspects of unconventional monetary policies”, Panel Remarks Presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Wyoming, 24 August 2013.

Bini Smaghi L. (2009), “Conventional and unconventional monetary policy”, Keynote Lecture Presented at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB), Geneva, 28 April 2009.

Blanchard O., Tiwari S., Viñals J. (2013), “Global impact and challenges of unconventional monetary policies”, International Monetary Fund Policy Paper, IMF, Washington D.C.

Borio C., Disyatat P. (2009), “Unconventional monetary policies: an appraisal”, BIS Working Paper no. 292, BIS, Basilea.

Borio C., Zabai A. (2016), “Unconventional monetary policies: a re-appraisal”, BIS Working Paper no. 570, BIS, Basilea.

Cecioni M., Ferrero G., Secchi A. (2011), “Unconventional monetary policy in theory and in practice”, Bank of Italy Occasional Paper no. 102, Bank of Italy, Rome.

Chen Q., Filardo A., He D., Zhu F. (2015), “Financial crisis, US unconventional monetary policy and international spillovers”, BIS Working Paper no. 494, BIS, Basilea.

Cova P., Ferrero G. (2015), “Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema”, Bank of Italy Occasional Paper no. 270, Bank of Italy, Rome.

Draghi M. (2015), “Le recenti misure di politica monetaria della BCE: efficacia e sfide”, Camdessus Lecture Presented at the International Monetary Fund, Washington D.C., 14 May 2015.

Kozicki S., Santor E., Suchanek L. (2011), “Unconventional monetary policy: the international experience with central bank asset purchases”, Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa.

Lenza M., Pill H., Reichlin L. (2010), “Monetary Policy in exceptional times”, European Central Bank Working Paper no. 1253, ECB, Frankfurt.

Miyajima K., Mohanty M.S., Yetman J. (2014), “Spillovers of US unconventional monetary policy to Asia: the role of long-term interest rates”, BIS Working Paper no. 478, BIS, Basilea.

Mohanty M.S. (2014), “The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets – An overview”, BIS Background Paper, BIS Papers no. 78, BIS, Basilea.

Santor E., Suchanek L. (2016), “A New Era of Central Banking: Unconventional Monetary Policies”, Bank of Canada Review, Bank of Canada, Ottawa.

Turner P. (2014), “The exit from non-conventional monetary policy: what challenges?”, BIS Working Paper no. 448, BIS, Basilea.