



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"CONSEGUENZE DELLE POLITICHE MONETARIE NON
CONVENZIONALI: UN'ECESSIVA RESPONSABILITÀ"**

RELATORE:

CH.MO PROF. THOMAS BASSETTI

LAUREANDO: MAURO BELINAZZI

MATRICOLA N. 1135921

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE:	3
CAPITOLO 1: AVVIO DELLE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI E IMPLICAZIONI	4
1.1 Quadro teorico.....	4
1.2 Breve classificazione delle politiche monetarie non convenzionali	5
1.3 Un intervento eterogeneo.....	8
CAPITOLO 2: GLI EFFETTI DEGLI STRUMENTI NON STANDARD	12
2.1 Effetti sul sistema finanziario	12
2.2 Effetti sull'economia reale.....	16
CAPITOLO 3: LE CONSEGUENZE POLITICHE DEGLI STRUMENTI NON CONVENZIONALI.....	19
3.1 Più responsabilità, meno spazio di manovra.....	19
3.2 Indipendenza delle banche centrali a rischio	22
CONCLUSIONI	26
BIBLIOGRAFIA	27

Numero di parole: 9682

INTRODUZIONE:

Tempi eccezionali richiedono misure eccezionali. In seguito alla crisi finanziaria globale, per scongiurare una recessione critica, le banche centrali delle economie più avanzate hanno adottato una gamma di nuove misure che dovevano essere straordinarie e temporanee, ma rischiano di diventare standard e permanenti. Tali provvedimenti, noti come politiche monetarie non convenzionali (UMP, Unconventional Monetary Policies), si sono spinti ben oltre la tipica operatività monetaria pre crisi -controllare il tasso di interesse a breve termine- ma nessuno si aspettava che potessero diffondersi così velocemente e diventare così ambiziose. A circa un decennio di distanza dagli avvenimenti che hanno segnato l'economia mondiale, espressioni quali "Quantitative Easing" e "Forward Guidance" sono diventate di uso comune. Quanto efficaci sono state? Che implicazioni sollevano? Dovrebbero diventare convenzionali? Queste le domande a cui il presente elaborato tenta di rispondere. L'obiettivo non è fornire un'analisi definitiva- i temi coinvolti sono decisamente complessi e controvesibensì una riflessione sulle conseguenze di carattere politico che gli strumenti non convenzionali comportano, al fine di approcciare l'argomento con una prospettiva più ampia.

Il primo capitolo illustra il quadro teorico all'interno del quale le politiche monetarie non convenzionali si sono rivelate necessarie, ne dà una breve classificazione e analizza la transizione verso la loro adozione, per le maggiori banche centrali. Il secondo capitolo esamina dove le misure hanno avuto successo e dove i loro effetti rimangono invece incerti, studiando sia l'impatto domestico sul sistema finanziario e sull'economia reale che gli effetti spillover internazionali: sono utili per prevenire il collasso economico ma non sono pensate per promuovere una crescita di lungo periodo. Il terzo capitolo apre il focus su considerazioni di natura politica a più ampio spettro, che scaturiscono da un uso estensivo degli strumenti non convenzionali e da un'eccessiva responsabilità posta sulla politica monetaria. Infine, ci si chiede se gli strumenti non convenzionali possano diventare convenzionali: si conclude che tali misure è meglio restino concepite come straordinarie, in quanto rischiano di innescare una pressione insostenibile sulle banche centrali.

CAPITOLO 1: AVVIO DELLE POLITICHE MONETARIE NON CONVENZIONALI E IMPLICAZIONI

1.1 Quadro teorico

La politica monetaria tradizionale opera principalmente attraverso il canale di trasmissione del tasso di interesse, che in generale può essere diviso in due tempi. Nella prima fase la banca centrale, potendo fissare in maniera indipendente il livello del tasso a breve termine ufficiale¹, influenza i tassi del mercato monetario interbancario. Attraverso le aspettative dei mercati finanziari, elemento su cui si basano le scelte economiche degli agenti, vengono condizionati anche i tassi a lungo termine. Nella seconda fase è previsto che le variazioni dei tassi raggiungano prestiti e depositi nel mercato del credito, impattando trasversalmente l'economia reale tramite i relativi adeguamenti di risparmio, consumo, investimenti, domanda aggregata e infine prezzi. Il canale del tasso di interesse, sfruttato conducendo operazioni di mercato aperto², è in tempi normali sufficiente per fornire al sistema finanziario la liquidità necessaria o a contenere spinte inflazionistiche. Tuttavia, l'entità e la durata della crisi finanziaria globale hanno reso tale strategia inadeguata a ripristinare la confidenza dei mercati e a stimolare una ripresa dell'economia, spingendo le banche centrali delle principali economie avanzate a optare per l'attuazione di politiche monetarie non convenzionali.

Essenzialmente, la ragione per l'adozione di strumenti non convenzionali è stata l'interruzione dell'efficacia dei normali meccanismi di trasmissione al raggiungimento del così detto "zero-lower-bound" (ZLB) dei tassi di interesse. La trasmissione, soprattutto nello stadio iniziale, si affida al mercato monetario interbancario. Tuttavia, l'avvento della crisi ad Agosto 2007 ha colpito l'attività creditizia di quest'ultimo: l'incorporazione dello shock finanziario ha portato le banche, comprese quelle sistemiche, a essere più caute nell'identificazione del rischio. In una situazione di illiquidità e di avversione al rischio, data da una potenziale incapacità delle controparti di ripagare i debiti assunti, l'incertezza si è estesa ai tassi d'interessi interbancari e ha determinato di conseguenza gravi difficoltà di finanziamento, paralizzando l'attività economica. L'estrema fragilità e vulnerabilità del sistema finanziario hanno quindi compromesso la possibilità di trasmettere efficacemente le variazioni desiderate.

¹Vengono usate diverse funzioni di reazione ("optimal" o "simple"), che permettono di individuare un livello ottimale del tasso di interesse di riferimento. Un livello base è suggerito dalla regola di Taylor (1993). Il valore prescritto del tasso d'interesse nominale di riferimento i al tempo t è dato da:

$i_t = \pi_t + r^* + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y_p)$ dove π_t è l'inflazione al tempo t , r^* è il tasso reale d'equilibrio π^* è il target d'inflazione, $y_t - y_p$ è l'output gap cioè la differenza tra log(PIL effettivo) e log(PIL potenziale).

² Si tratta di operazioni di finanziamento che permettono di collocare il tasso di riferimento principale entro i limiti del corridoio definito da tasso di deposito presso la banca centrale e tasso di rifinanziamento. Viene così definito l'orientamento della politica monetaria.

Inoltre, gli istituti centrali hanno reagito portando i tassi di riferimento verso lo zero. Il canale del tasso di interesse però, per influire in modo definitivo su consumi e investimenti non dipende direttamente dal tasso nominale, ma da quello reale. Quando il tasso d'interesse nominale si trova allo ZLB, è l'aspettativa di inflazione a generare il tasso d'interesse reale d'equilibrio (Fisher³, 1930) che, con una domanda molto depressa, potrebbe quindi essere considerevolmente negativo. Se ciò non fornisce un allentamento sufficiente, si prospetta la possibilità di un'autonoma restrizione delle condizioni di politica monetaria: l'aspettativa di inflazione stessa crolla, il tasso d'interesse reale si alza e l'economia si incanala ancor di più verso la recessione.

Essendo a zero, il tasso a breve non è dunque più uno strumento a disposizione della banca centrale. Al fine di sostenere un allentamento delle condizioni monetarie è necessario ridurre il tasso reale a lungo termine e risollevarne le aspettative di inflazione. Per far ciò e per consentire condizioni finanziarie le più favorevoli possibile a una ripresa, non è bastato proseguire meramente con politiche standard, ormai rese sterili dallo ZLB, ma si sono rese necessarie azioni non convenzionali.

1.2 Breve classificazione delle politiche monetarie non convenzionali

Seguendo la definizione fornita da Lombardi et al. (2018), gli strumenti non convenzionali sono quegli strumenti di politica monetaria, diversi dalla determinazione dei tassi di interesse a breve termine, che mirano a raggiungere un dichiarato obiettivo di politica monetaria influenzando l'attività economica o contenendo gli shocks a cui è sottoposto il sistema finanziario. Essi possono essere adottati non solo in caso di concreto arrivo allo ZLB, ma anche per prevenire il raggiungimento di tale soglia oppure per fornire un concentrato supporto monetario a specifici segmenti del sistema finanziario. Inoltre, il loro uso non è ristretto alle sole politiche monetarie di stimolo, anche se, storicamente, la loro adozione durante periodi d'austerità è circoscrivibile a pochi casi.

Esistono svariati modi di classificare le politiche monetarie non convenzionali e non c'è una separazione netta e univoca tra le diverse misure. Una possibile, chiara classificazione è la seguente (si veda Lombardi et al., 2018).

Balance sheet policies, cioè le politiche di bilancio che implicano un intervento diretto nel sistema monetario, alterando la dimensione e/o la composizione dello stato patrimoniale delle banche centrali. Ne esistono varie forme. Con il Quantitative Easing l'autorità monetaria si concentra sulle proprie passività, immettendo circolante attraverso programmi di acquisto su

³ Il tasso di interesse reale r è dato da $r = i - \pi^e$, dove i e π^e sono rispettivamente tasso d'interesse nominale e aspettative di inflazione.

larga scala di titoli di Stato a lungo termine o altri asset del settore privato. Le banche centrali espandono i propri stati patrimoniali e mirano a creare una pressione al rialzo sui prezzi degli asset comprati, riducendone i rendimenti. L'incremento dei prezzi degli asset implica un effetto ricchezza positivo che solleva infine i consumi (Kozicki et al., 2011). Joyce et al. (2011) riconoscono tre canali principali tramite cui il QE influenza i prezzi degli asset e i rispettivi rendimenti: informando i mercati circa le intenzioni dovish⁴ delle banche centrali (signaling channel), inducendo i venditori degli asset a ribilanciare il proprio portfolio di investimento con l'acquisto di altri titoli più rischiosi⁵ (portfolio rebalancing channel) e abbassando il rischio di illiquidità (liquidity premia channel). Alterando la base monetaria, l'obiettivo è quello di creare gli incentivi per le banche a fornire prestiti all'economia reale e creare quindi moneta aggregata. Un'altra politica di bilancio è il Credit Easing, agevolazione del credito, che punta a migliorare le condizioni di liquidità in uno o più segmenti del sistema finanziario. La composizione delle attività della banca centrale viene modificata, senza però alterare le dimensioni totali dello stato patrimoniale (l'acquisto di determinati asset è quindi coperto dalla vendita di altri tipi di asset). Infine, un terzo tipo di politica di bilancio mira a stimolare ulteriormente le banche commerciali a incrementare l'attività di credito: il sistema bancario diventa il destinatario dei fondi di operazioni di rifinanziamento straordinarie conosciute come Long-Term Refinancing Operations (LTRO) e Targeted Long-Term Refinancing Operations (TLTRO) per la Banca Centrale Europea (BCE), Term Assed-backed Securities Long Facility (TALF) per la Federal Reserve (FED), Loan Support Program per la Bank of Japan (BoJ) e Funding for Lending Scheme per la Bank of England (BoE). Altri autori (si veda Ball et al. 2016, Cecioni et al 2011) includono in questa categoria anche gli scambi di valuta estera tra banche centrali, programmi che hanno effettivamente affiancato le iniziative principali.

Forward Guidance (FG), ovvero il set di strumenti che mira a cambiare le aspettative degli individui economici, rilasciando segnali relativi al percorso futuro della politica monetaria in atto. La FG influenza i risultati attraverso la comunicazione. Ne esistono diversi tipi. La FG qualitativa prevede la divulgazione da parte della banca centrale del proprio sentimento circa il futuro quadro monetario, ma senza alcuna assunzione di impegno a riguardo. Ne sono esempi le affermazioni del US Federal Open Market Committee, nel Dicembre 2008: “condizioni economiche deboli assicureranno verosimilmente bassi livelli dei tassi d'interesse sui fondi federali per un certo periodo di tempo”; e del consiglio direttivo

⁴ Si dice “dovish” un'azione accomodante e “hawkish” una restrittiva

⁵ Grazie all'imperfetta sostituibilità degli asset comprati, quando la banca centrale ne riduce la disponibilità sul mercato spinge i venditori a spostarsi su altri titoli. A loro volta anche i rendimenti di quest'ultimi scendono.

della BCE, che a Luglio 2013 dichiara: “l’aspettativa è che i tassi di interesse chiave della BCE rimarranno ai livelli presenti o inferiori per un esteso periodo di tempo”. Se gli annunci contengono valori numerici piuttosto che indicazioni descrittive la FG si dice quantitativa. Le tipologie di FG che invece collegano un percorso operativo futuro all’impegno di mantenerlo sono la “calendar-based” FG, che delinea una specifica durata di manovra, e la “state-based” FG, che individua il proprio termine con il raggiungimento di un obiettivo.

Vista l’arbitrarietà della classificazione delle politiche monetarie non convenzionali, rimangono escluse da questo elenco altre misure non standard, tra cui i tassi di interesse negativi. Fino all’avvento della crisi finanziaria globale i tassi negativi rappresentavano sotto l’aspetto pratico una possibilità improbabile, eppure al giorno d’oggi persistono stabilmente. La loro effettiva efficacia non sarà presa in esame da questo elaborato in quanto secondo la definizione sopra fornita non rappresentano propriamente una politica monetaria non convenzionale.

Esistono poi due provvedimenti non convenzionali che non hanno ancora visto applicazione: l’helicopter money e il cambiamento del target di inflazione. L’helicopter money, ideato da Milton Friedman (1969), prevede il trasferimento di fondi direttamente nelle mani di cittadini e imprese, per rilanciare l’economia quando le strategie ortodosse non sono più in grado di essere incisive. Si tratta di una teoria che ha guadagnato seria considerazione in letteratura, anche recente (si consideri Borio, 2016). Tuttavia, non ci sono episodi di Paesi prossimi a indicarla come un’opzione adottabile, nemmeno nel caso l’economia ricadesse in recessione. I regimi monetari con un esplicito obiettivo di inflazione⁶, introdotti negli anni ottanta, hanno raggiunto anche le economie emergenti, le quali hanno tipicamente stabilito dei target più alti rispetto alle economie avanzate. Dopo il raggiungimento dello ZLB e alla luce delle implicazioni per il sistema finanziario, alcuni ricercatori hanno proposto di alzare il target d’inflazione anche nelle economie più sviluppate. Infatti, è stato argomentato (si veda Ball et al.) che dove l’inflazione è sottotono per un ampio periodo, un impegno credibile a far sconfinare l’inflazione oltre l’obiettivo può prevenire una situazione di trappola della liquidità durante la ripresa.

Infine, è possibile definire come politica monetaria non convenzionale anche l’adozione di un insieme di strumenti macroprudenziali. Non è compito di questo lavoro discuterne le potenziali implicazioni economico-finanziarie, ma va sottolineato come, in ottica futura, vengano incorporati sempre più alle strategie d’insieme delle banche centrali.

⁶ Regimi monetari per cui l’obiettivo politico finale (stabilità dei prezzi) coincide con l’obiettivo pratico (inflazione). Gli istituti centrali riescono così a integrare indipendenza, trasparenza e responsabilità in una sola regola operativa. L’enfasi è posta sulla gestione delle aspettative e sul ruolo di stime e previsioni.

1.3 Un intervento eterogeneo

La transizione verso le politiche non convenzionali non è stata una risposta rapida e coordinata, bensì un insieme eterogeneo di scelte di reazione dei principali istituti centrali. La Bank of England ha tagliato di soli 75 punti base il tasso di riferimento nel periodo tra Luglio 2007 e settembre 2008, per poi tagliarli di 450 Basis Points nei seguenti 6 mesi da ottobre 2008 a marzo 2009 e raggiungendo lo ZLB a 0.5%. La BCE ha addirittura alzato i tassi in luglio 2008 a 4.25% e quindi ha raggiunto la ZLB due anni più tardi. Solo la FED ha ridotto i tassi in modo relativamente veloce, da 5.25% in Agosto 2007 a un intervallo tra 0 e 0.25% in Dicembre 2008.

Nonostante le banche centrali direttamente interessate fossero entrate nel periodo di crisi con tassi d'interesse relativamente bassi, anche i loro tassi di inflazione erano deboli. Il basso punto di partenza potrebbe, in un primo momento, aver contribuito a un'esitazione ad abbassare i tassi rapidamente (Lombardi et al, 2018). Infatti, come prima reazione allo stress del mercato interbancario, la replica dei policy makers è stata offrire "la liquidità necessaria per permettere un regolare funzionamento del mercato monetario" (Presidenti di FED e BCE, Agosto 2007) e per mantenerne i tassi il più vicino possibile ai tassi di riferimento. Frequenza e importo delle operazioni di rifinanziamento sono state di conseguenza aumentate. In realtà, si è trattato di un tentativo di rispondere allo shock restando tra i confini delle operazioni di mercato aperto standard in condizioni non standard, con scarsa incisività.

La diffusione a livello globale dell'introduzione di politiche monetarie propriamente non convenzionali è avvenuta nell'ultimo trimestre del 2008 quando, a seguito del collasso di Lehman Brothers, si sono rivelati necessari interventi più drastici: aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo, FX swaps tra banche centrali, ampliamento delle categorie di controparti e garanzie idonee, estensione delle scadenze delle operazioni monetarie e riduzione dei corridoi attorno al tasso di interesse delle principali operazioni di rifinanziamento. Tali iniezioni di liquidità sono state sufficienti per portare i tassi vicini allo zero.

L'approccio allo ZLB era uno scenario inedito (ad eccezione del Giappone, dove i tassi rasentavano lo zero dagli anni novanta). Prima di allora infatti, la ricerca pre-crisi sul fenomeno, tra cui quella di Reifschneider e Williams, (2000), identificava nel raggiungimento dello ZLB un problema che avrebbe potuto effettivamente affliggere economie con un basso obiettivo di inflazione ma che, nonostante ciò, si sarebbe trattato di episodi infrequenti e di breve durata. Inoltre, riteneva la semplice strategia nota come "lower for longer" sufficiente per ridurre le complicazioni dell'approccio allo ZLB: un aggressivo taglio dei tassi,

mantenendoli a bassi livelli più a lungo del solito, avrebbe permesso all'economia di recuperare. Altri lavori invece, per esempio Bernanke e Reinhart, 2004, avevano sottolineato il bisogno di azioni non convenzionali a complemento di quelle standard. Inutile dire che, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009, a poco tempo dalla stesura di tali ipotesi, lo ZLB passò dall'essere una preoccupazione teorica a un problema concreto per numerose banche centrali, come si può notare dalla Figura 1.

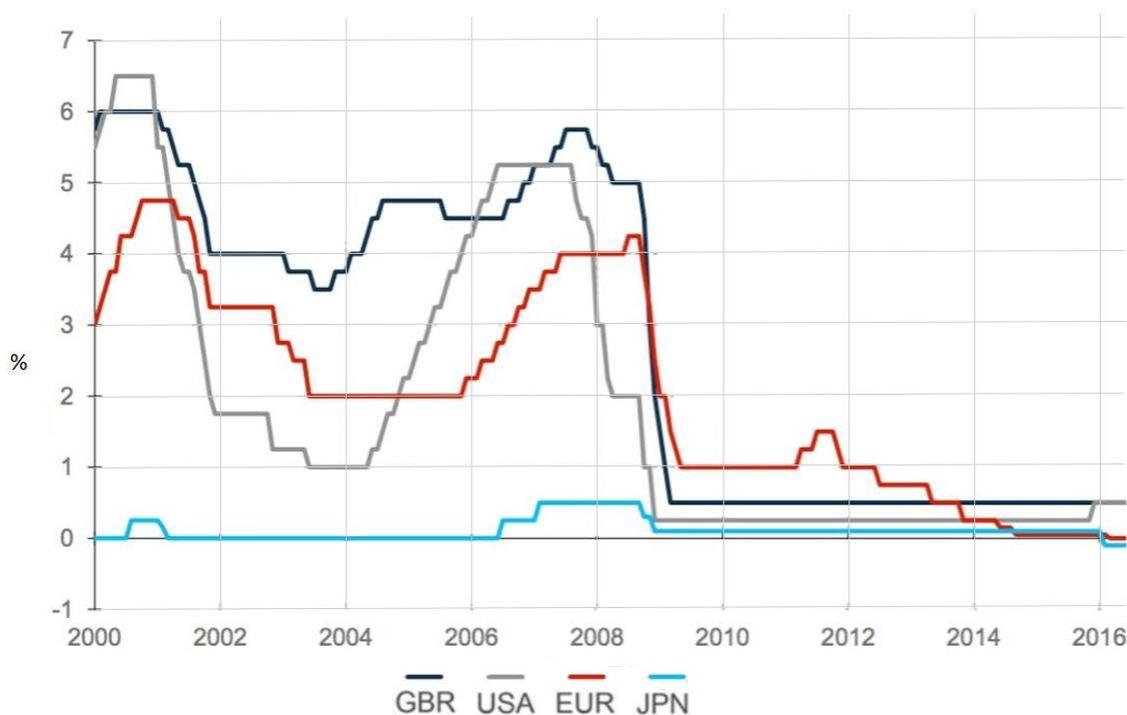


Figura 1. Andamento dei tassi di interesse a breve nelle economie più sviluppate, raggiungimento dello ZLB (Fonte: Coeurè, 2016)

Di fatto, il successivo sfioramento in territorio negativo e la sostituzione del termine Zero Lower Bound con Effective Lower Bound, è stato il riconoscimento dello spostamento verso un nuovo paradigma monetario (si pensava che i tassi di interesse non potessero, per ragioni pratiche, andare sottozero).

Secondo Williams (2014), la necessità di esplorare nuove manovre di fronte alle deleterie condizioni dello ZLB è stata determinata dalla parziale inadeguatezza delle prescrizioni per tale scenario, dovuta alla dimensione e durata dello shock e alla mancanza di dati storici. Un piccolo recipiente di evidenza empirica riferente solo a dati recenti può infatti condurre a una visione distorta della frequenza degli eventi nelle code, oppure costringere ad affidarsi ai risultati artificiali di simulazioni stocastiche di inferenza. Oltre a ciò, nonostante l'avvio della strategia lower for longer, gli agenti economici hanno mantenuto l'idea che una politica restrittiva fosse in ogni caso dietro l'angolo, dato che lo scenario di ZLB avrebbe dovuto essere presumibilmente temporaneo. Semplicemente, non si sapeva cosa attendersi dai

policy makers, impossibilitati a influenzare le aspettative con un ulteriore taglio dei tassi, già a zero. Per rispondere serviva quindi cambiare l'atteggiamento verso le aspettative di medio-lungo termine e ancorarle coerentemente alle intenzioni della politica monetaria. Fondamentali in questo senso sono state la Forward Guidance e Quantitative e Credit Easing, capaci di fornire un segnale indiretto degli obiettivi e azioni future dei policy makers.

L'impossibilità di continuare a usare la variazione del tasso d'interesse ha dunque dato il via ai programmi d'acquisto di asset su larga scala. La Figura 2 ne mostra la magnitudine (espressa dalla crescita degli stati patrimoniali delle banche centrali). Si può notare come l'espansione delle attività in capo alle banche centrali abbia seguito le diverse fasi di propagazione globale della crisi. Sebbene le proporzioni tra banche centrali siano state generalmente uniformi, la scala degli interventi è stata straordinaria (nell'ordine dei bilioni di dollari per alcune economie).

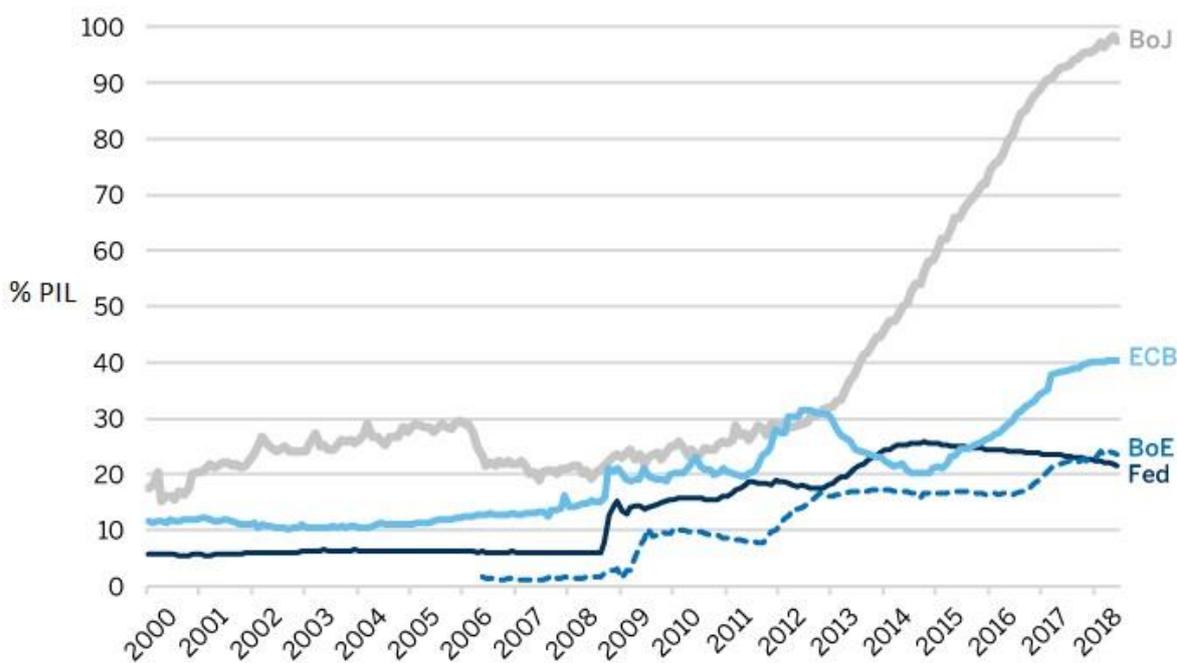


Figura 2. Percentuale dei titoli detenuti dalle principali banche centrali in relazione al PIL (Fonte: Norland, 2018)

Orientativamente, il Giappone è stata la prima economia a sperimentare UMP di espansione dei bilanci, nel 2000, per riprenderle nel 2010. Esplosa la crisi del 2008, la FED ha fatto partire i programmi d'acquisto rapidamente, seguita dalla BoE. La BCE invece sembra aver seguito un approccio diverso nell'implementazione del Quantitative Easing, muovendosi per ultima, nel 2015. Si rimanda al paragrafo 2.1 per un maggiore dettaglio sui programmi d'acquisto.

La transizione verso le nuove misure si è dunque diversificata tra i vari istituti centrali più per il timing che per la grandezza dell'intervento e resta lecito chiedersi se un più rapido e

aggressivo allentamento avrebbe potuto ripristinare la fiducia più velocemente (Lombardi et al. 2018). Secondo Holub (2017), sono stati determinanti anche fattori come: le circostanze senza precedenti in cui la crisi è scaturita concentrandosi nelle economie avanzate e non in economie emergenti come accaduto storicamente, raggiungendo i diversi sistemi monetari mondiali in maniera non contemporanea; diversità di regime, lessicografico per la BCE, duale per la FED; diversa eredità storica, per esempio, iperinflazione di Weimar per la BCE e Grande Depressione per la FED; diversità dei sistemi finanziari, banco centrico in Europa e mercato centrico negli Stati Uniti.

La variabilità degli interventi osservata tra banche centrali e nel tempo ha contribuito a creare dubbi su quale sia il vero obiettivo delle politiche non convenzionali (Lombardi et al. 2018), se prevenire il collasso economico o se limitare i danni. Ai fini di questo elaborato, tenere in considerazione l'eterogeneità di reazione è fondamentale sia per l'analisi degli effetti delle UMP sia per valutare se queste possano diventare i nuovi strumenti di uso comune o meno. Infatti, dall'importanza del tempismo e dalla profondità delle misure adottate è facile intuire come l'ultimo decennio abbia determinato un significativo aumento della responsabilità della politica monetaria. Mentre in tempi normali le banche centrali cercano di stabilizzare i risultati macroeconomici senza un coinvolgimento diretto con le autorità fiscali, la necessità di ricorrere a misure non convenzionali ha reso cruciale la coordinazione con i governi per fissare gli obiettivi da raggiungere. Questo, oltre a rischiare di compromettere l'indipendenza politica (si veda Coeurè, 2013), minaccia anche la credibilità delle banche centrali: dare per scontato che queste dispongano sempre di un certo margine operativo per un nuovo stimolo potrebbe far crescere la pressione per indurle a fare di più. Il divario tra i risultati che ci si attende dalla politica monetaria e quelli che realmente essa può raggiungere si allargherebbe rischiosamente, rendendo complicato e costoso il ripristino della stabilità.

CAPITOLO 2: GLI EFFETTI DEGLI STRUMENTI NON STANDARD

2.1 Effetti sul sistema finanziario

Per comprendere quali risultati le politiche monetarie non convenzionali possano raggiungere nel medio lungo termine è necessario esaminarne gli effetti. Tuttavia, la stima del loro impatto sui mercati finanziari deve far fronte a delle sfide di misurazione (si veda Lombardi et al., 2018). Poiché gli annunci di politica monetaria sono infrequenti e solitamente preceduti da una considerevole speculazione riguardo le possibili decisioni delle banche centrali, il numero di osservazioni disponibili è scarso. Per individuare la fonte delle reazioni dei mercati quindi, i ricercatori preferiscono affidarsi a studi di tipo “event-study”. Inoltre, dato che le notizie prodotte simultaneamente agli annunci sono potenzialmente molte, identificare l’impatto di un provvedimento isolato, come il lancio di un programma di QE, non è semplice e diretto. Per questo motivo, gran parte degli studi eseguiti finora prevede dati a frequenza ultra-alta (infra giornaliera o “tick by tick”). Anche l’indagine più attenta può però essere distorta dalla reale possibilità che gli agenti non reagiscano contemporaneamente al rilascio dell’annuncio o che siano razionalmente disattenti⁷.

La metodologia “event-study” tratta gli annunci e le decisioni di politica monetaria come eventi dei quali è possibile misurare gli effetti individuali: esaminando la risposta cumulativa a tali eventi viene catturato il risultato della politica corrispondente. La ricerca econometrica tende a focalizzarsi sul tipo di strumento utilizzato piuttosto che sui mercati coinvolti e, tra la letteratura, maggiore interesse è posto sulle conseguenze degli acquisti su larga scala in generale, senza distinguere asset del settore privato da asset governativi. In quanto segue, viene valutato principalmente l’effetto delle politiche non convenzionali sui rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, cioè il bersaglio di natura finanziaria primario delle politiche di bilancio. I rendimenti dei titoli governativi a lungo termine costituiscono infatti un punto di riferimento per verificare l’efficacia delle politiche monetarie non convenzionali, perché riflettono congiuntamente l’influenza di banche centrali, governi e partecipanti al mercato (Borio, 2016).

Secondo Swanson e Williams (2014a, 2014b) per poter verificare se gli strumenti non convenzionali siano stati efficaci nei pressi dello ZLB, bisogna prima confermare che i mercati fossero in grado di rispondere alle “sorprese”. Idealmente infatti, si punta a identificare l’elemento imprevisto, assumendo che i mercati reagiscano solo a cosa non hanno

⁷ Un agente economico si dice razionalmente disattento se possiede un’attenzione limitata verso le informazioni disponibili: trovandosi ad affrontare varie decisioni economiche, deve necessariamente scegliere quali considerare e quali scartare.

ancora incorporato nelle aspettative e nei prezzi. Quando le novità macroeconomiche non influenzano più i tassi lungo la curva dei rendimenti, l'azione monetaria potrebbe non riuscire ad impattare i mercati, perdendo la sua efficacia. Lombardi et al. (2017) osservano che, a seguito della crisi, la reattività dei mercati sia effettivamente diminuita in corrispondenza della parte a breve termine della curva dei rendimenti, ma che abbia lasciato spazio per gli strumenti non convenzionali di essere incisivi nel tratto a lungo termine. Il risultato è riassunto dalla Figura 3, che presenta la distribuzione delle stime dell'impatto delle politiche di bilancio sui rendimenti dei titoli governativi a lungo termine per l'Eurozona, Regno Unito, Giappone e Stati Uniti, ricavata da 62 studi, tra serie storiche e ricerche "event-study" (Lombardi et al, 2018).

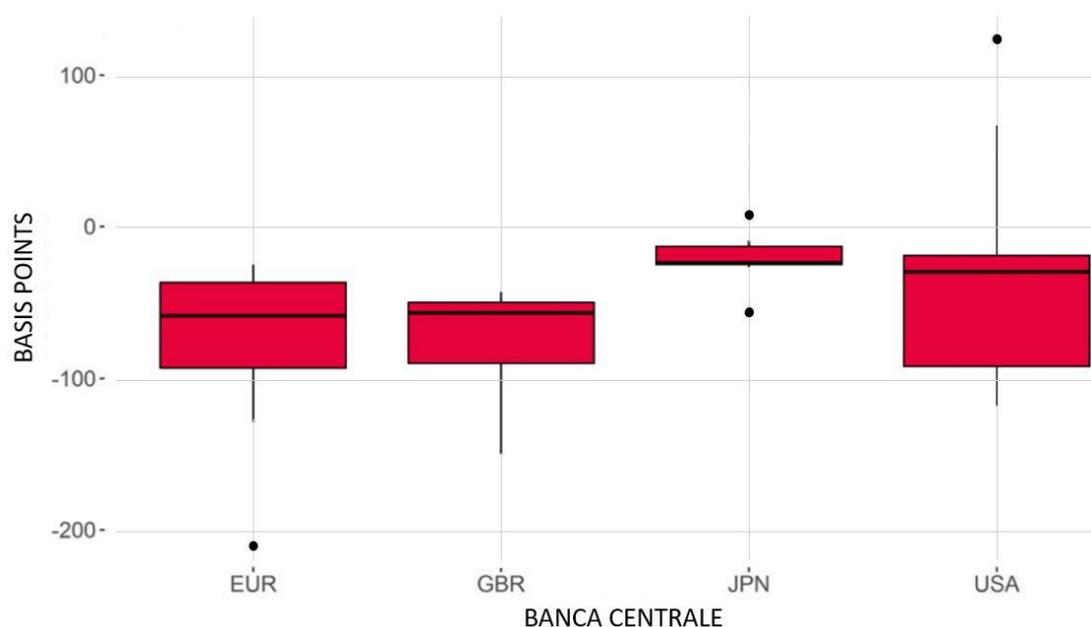


Figura 3: L'impatto delle politiche monetarie non convenzionali sui rendimenti dei titoli governativi a lungo termine, espresso in Basis Points. Sintesi di 62 studi empirici selezionati (Lombardi et al. 2018).

L'intervallo delle stime tra i diversi studi può essere ampio, ma è chiaramente negativo, suggerendo che le politiche monetarie non convenzionali siano riuscite a ridurre i rendimenti a lungo termine. A livello internazionale, i risultati si distinguono tra le maggiori banche centrali.

L'esperienza del Giappone con il QE è un importante caso di studio. Come si evince dalla Figura 3, le misure della Bank of Japan sono risultate le meno efficaci nel ridurre i rendimenti dei titoli governativi, nonostante l'istituto nipponico sia stato il pioniere dell'uso di politiche non convenzionali. Per fronteggiare il trend deflazionistico maturato durante gli anni novanta, la BoJ è stata infatti la prima a introdurre il QE, dal 2000 al 2006, e la FG, nel 1999. Tuttavia, troppo lenta e timida, la risposta monetaria non è riuscita a soffocare la

recessione (Lombardi et al, 2018). Secondo (Koo, 2015) le opinioni interne contrastanti hanno limitato la potenzialità degli strumenti adottati. Prudenti verso i rischi che l'uscita da un'importante espansione dei bilanci avrebbe potuto comportare, i policymakers giapponesi hanno esitato nel fornire un adeguato stimolo ulteriore, mancando di perseveranza e uscendo anticipatamente dai programmi d'acquisto. Vista l'esperienza pregressa, scoppiata la crisi del 2008, la Bank of Japan non ha quindi seguito immediatamente le maggiori banche centrali nell'implementazione di politiche non convenzionali, aspettando l'Ottobre 2010 per far partire il programma Comprehensive Monetary Easing (CME). Il CME ha previsto l'acquisto di titoli governativi a lungo termine e anche asset più rischiosi, tra obbligazioni di fondi d'investimento quotati, corporate bonds e titoli azionari di società immobiliari. Il piano ha avuto successo nel ridurre i premi al rischio, ad alzare il prezzo dei titoli e a sollevare la fiducia finanziaria. Nel 2013 è stato lanciato il programma Qualitative and Quantitative Easing (QQE) che ha sostenuto un'enorme espansione del bilancio della banca centrale e ha soppresso i rendimenti, portando i tassi di interesse stabilmente in territorio negativo.

La Federal Reserve ha introdotto il primo programma d'acquisto nel Novembre 2008, comprando titoli garantiti da ipoteche e debito emesso da agenzie governative per stabilizzare la struttura finanziaria del mercato immobiliare (Lombardi et al, 2018). In Marzo 2009 il programma è stato esteso ai titoli del tesoro, ed è stato denominato Large-Scale Asset Program (LSAP1); è stato seguito dal LSAP2 del 2010 e dal LSAP3 del 2012. Gli acquisti sono cessati nell'Ottobre 2014. Il fatto che il primo abbia avuto l'impatto più significativo tra i tre suggerisce che il QE abbia dimostrato rendimenti decrescenti (Lombardi et al, 2018).

Nel Regno Unito, la Bank of England ha fatto partire gli acquisti nel Marzo 2009, con il programma chiamato BQE1, seguito da un BQE2 dal 2011 al 2012, in contemporanea allo scoppio della crisi del debito sovrano nella vicina zona euro. Tali provvedimenti sono stati particolarmente efficaci ma, analogamente al caso della FED, hanno dimostrato rendimenti decrescenti (Lombardi et al., 2018).

La Banca Centrale Europea ha risposto in una prima fase con misure ad hoc volte a fornire liquidità a specifici segmenti e Paesi sotto stress finanziario, attraverso attività di rifinanziamento e acquisto di obbligazioni garantite. All'avanzare della crisi gli acquisti si sono estesi anche ai titoli governativi, con il Securities Markets Program (SMP) del 2010, seguito dal Outright Monetary Transactions (OMT) di fine 2012. Solo nel 2015 la BCE ha dato il via a un vero e proprio QE, includendo negli acquisti titoli di Stato dei membri dell'Eurozona e titoli di debito emessi da istituzioni internazionali stanziati in Europa (Lombardi et al, 2018). La BCE ha dovuto operare evitando di favorire certi stati membri rispetto ad altri, nonostante gli effetti della crisi fossero evidentemente asimmetrici tra le

nazioni europee, richiedendo quindi azioni monetarie diverse. L'istituto è stato poi criticato per aver agito troppo tardi e con insufficiente decisione (si veda Wyplosz, 2011 e Kang et al., 2016), ma i risultati mostrano che le politiche della BCE sono state tanto efficaci quanto quelle di FED e BoE nel ridurre i rendimenti a lungo termine (Figura 2) e ancora più efficaci nell'abbassare quelli a breve termine (Lombardi et al, 2018). L'uso della Forward Guidance (qualitativa in questo caso) introdotta, tardivamente, nel 2013, ha dimostrato di riuscire ad allineare il mercato monetario alle intenzioni della banca centrale e di ridurre l'incertezza dei mercati finanziari (si veda BCE, 2014).

In definitiva, è difficile redigere un resoconto generale sulla profondità dell'impatto degli acquisti di asset su larga scala, a causa dei diversi tipi di programmi, metodologie usate e delle disallineate tempistiche d'adozione (Borio et al., 2016). È possibile ad ogni modo concludere che i piani d'acquisto abbiano avuto un considerevole effetto positivo sulle condizioni finanziarie globali, a prescindere dal tipo di asset comprato. Per Lombardi et al. (2018) il successo del QE è stato confinare un potenziale collasso economico. Molteplici studi hanno osservato che la maggior parte dell'impatto sia stato però registrato in corrispondenza dell'annuncio, piuttosto che alla data effettiva d'inizio degli acquisti (si veda Borio et al., 2016 e Häyhä, 2013). Ciò conferma l'idea che i mercati siano lungimiranti, prezzando l'azione monetaria una volta create le aspettative su di essa.

La letteratura riguardante gli effetti di Credit Easing e di operazioni di rifinanziamento straordinarie è contenuta. Borio et al (2016) comunque ritengono che tali misure abbiano alleviato la carenza di liquidità nei mercati finanziari, migliorandone il funzionamento. Hanno anche contribuito ad alleggerire lo stress del mercato monetario.

Le banche centrali sopra considerate hanno implementato l'intera gamma di Forward Guidance, passando anche da una tipologia all'altra. Tutte hanno usato la FG "calendar-based" qualitativa. Solo la FED ha attivato anche la "calendar-based" quantitativa. Tutte tranne la BCE hanno adottato la FG "state-based", sia quantitativa che qualitativa, per far riferimento a variabili come inflazione e condizioni del mercato del lavoro. La FG è stata usata come uno strumento per chiarire le intenzioni della politica monetaria in atto e, quando "state-based", per sottolineare la determinazione a raggiungere alcuni obiettivi. In pratica però, un certo livello di ambiguità è stato inevitabile. L'evidenza empirica (si veda Borio et al., 2016), suggerisce che la FG abbia avuto un moderato successo nell'influenzare i rendimenti verso la giusta direzione. Gli autori hanno osservato risultati positivi per gli Stati Uniti, contrastanti per il Giappone, meno intensi per la zona Euro e minimi per il Regno Unito. La FG non è stata efficace quanto sperato o perché non completamente capita (per poter mantenere uno spazio di manovra le banche centrali si esprimono in modo vago

intenzionalmente), o perché non totalmente creduta (il mercato può ritenere che le banche centrali non siano capaci di garantire costanza oltre il breve termine oppure non condividere le stesse prospettive per l'economia) (Borio et al., 2016). Il mercato inoltre ha una naturale preferenza per la FG "calendar-based", tendendo a traslare gli annunci "state-based" in specifici spazi temporali. Ciò ha messo alla prova la credibilità delle banche centrali che, per evitare reazioni indesiderate del mercato, hanno nel tempo dato meno importanza alla FG spostandosi dalla precisa tipologia "state-based" quantitativa alla più vaga forma qualitativa.

2.2 Effetti sull'economia reale

Complessivamente, gli elementi trattati suggeriscono che le politiche monetarie non convenzionali abbiano significativamente influenzato le condizioni finanziarie globali. Il grado di efficacia varia in funzione di strumenti e circostanze diverse ma l'impatto è stato sicuramente evidente. Ciò che pesa maggiormente sull'esito della politica monetaria è però l'effetto sull'economia reale. La domanda fondamentale è quindi se le misure impiegate siano riuscite a realizzare gli obiettivi finali delle banche centrali, espressi in termini di output e inflazione, e con che quali limiti. La risposta non è univoca, lasciando spazio a una certa discrezionalità. Mentre la letteratura riguardante l'impatto sul sistema finanziario è ampia, quella che tenta di misurare le variazioni di output e inflazione è più limitata. Ciò riflette le difficoltà coinvolte. Per esempio, Williams (2014) stima che il grado di incertezza che circonda gli effetti macroeconomici degli acquisti di asset su larga scala è almeno il doppio del grado di incertezza degli effetti della politica monetaria convenzionale. Esistono per tanto diversi approcci econometrici per testare l'impatto del QE sull'economia reale ma i risultati ottenibili sono, secondo Borio et al. (2016), da prendere con cautela. Alcune analisi sono studi "cross-sectional" (studi trasversali) incentrati su dati microeconomici come il credito concesso dalle banche, altre usano modelli RBC (Real Business Cycle) o DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) che però rischiano di essere troppo complessi e di non spiegare sufficientemente i fenomeni reali (si veda Lombardi et al., 2018). La maggior parte delle ricerche esistenti si affida a varianti di modelli VAR (Vector Auto Regression), la cui applicazione verifica se, a partire dalla crisi in poi, l'introduzione di politiche monetarie non convenzionali abbia condizionato variabili come crescita del PIL e inflazione. I modelli VAR però prevedono che gli shock monetari vengano considerati come singoli episodi, esogeni e con effetti transitori. L'instabilità dei parametri di interesse (che per essere individuati richiedono assunzioni di base limitanti) compromette l'affidabilità delle stime prodotte da questo tipo di modelli per ogni campione che includa la crisi (Neely, 2014). Per questi motivi, si può avere una generale sicurezza circa un determinato effetto macroeconomico del QE solo

quando risultati trasversali, provenienti da diverse tecniche di identificazione, puntano verso la stessa direzione. Secondo Lombardi et al. (2018) i risultati empirici indicano che le politiche monetarie non convenzionali abbiano avuto un effetto sull'economia reale, ma di entità limitata e con un significativo ritardo.

Il QE ha incrementato il PIL reale e l'inflazione nel caso di Stati Uniti e Regno Unito, con il massimo impatto stimato tra i due e i sei anni dall'introduzione. Chen et al. (2017), costruendo un modello VAR globale che sovrappone VAR di singole economie, concludono che è il QE americano ad aver prodotto l'impatto più rilevante: la crescita è tornata in positivo dal 2010. La FED ha anche potuto rialzare i tassi, a fine 2015, iniziando a restringere le dimensioni del proprio bilancio da Ottobre 2017 (si veda Norland, 2018). Tuttavia, Ben Bernanke (governatore della FED nel periodo 2006-2014) scrive "non possiamo sapere esattamente quanto della ripresa americana sia attribuibile alla politica monetaria, poiché possiamo solo supporre cosa sarebbe successo se la FED non avesse fatto ciò che ha fatto" (The Courage to Act, 2015). L'esperienza del Regno Unito è simile a quella degli Stati Uniti, con un certo scetticismo circa quanto del recupero di crescita e inflazione sia dovuto all'operato della BoE e quanto alle adeguate riforme fiscali (Norland, 2018).

Nell'Eurozona i programmi d'acquisto hanno migliorato crescita economica e attività creditizia, soprattutto nei Paesi sotto stress (Altavilla et al, 2016). L'impatto complessivo però non è stato così evidente. Gli stati membri si sono affidati più alla politica monetaria che alle riforme fiscali e nonostante la BCE fosse disposta a fare "whatever it takes", attualmente la crescita rallenta e l'inflazione è sotto l'obiettivo del 2% (BCE, 2019). La sensazione, a oggi, è che la liquidità immessa nel sistema finanziario non sia stata incanalata verso l'economia reale: secondo la ricerca di Polo et al. (2018) le banche hanno preferito accumularla sottoforma di asset sicuri e liquidi invece di trasmetterla a famiglie e imprese. L'insufficiente impatto sui principali indicatori macroeconomici ha aperto la possibilità di nuovi round di QE nel prossimo futuro (conferenza stampa BCE 25 Luglio 2019).

Variabile nel tempo è stato invece l'effetto in Giappone, ma migliore rispetto all'esperienza pre-crisi (Orphanides, 2018). A tre anni dall'inizio del QQE, l'obiettivo di portare le aspettative di inflazione al 2% è stato dichiarato mancato (si veda Bank of Japan, 2016). Ciò è stato dovuto anche all'estrema sensibilità ai fattori esogeni delle aspettative giapponesi (Nishino et al, 2016), fenomeno che secondo De Michelis et al. (2016) riflette un'erosione della credibilità dell'istituto centrale. Se alcuni (si veda Lombardi et al., 2018) ritengono che ci siano gli estremi per ritenere che il Giappone abbia perso un altro decennio di crescita e inflazione potenzialmente maggiori, altri (Norland, 2018) credono che l'acquisto di

corporate bonds e titoli azionari abbia permesso un netto miglioramento dell'attività economica e rimosso lo spettro deflattivo che da tempo incombeva sul Paese nipponico.

Una conseguenza reale non ignorabile di condizioni eccezionalmente accomodanti è l'effetto spillover sulle economie che hanno dovuto reagire agli shock monetari emessi nelle economie avanzate. Gli autori fanno notare come i libri di testo assumano che tassi di cambio flessibili isolino un'economia da shock esterni ma che ciò sia stato messo in dubbio nella realtà, già prima della crisi. Il QE generalmente va a impattare il tasso di cambio, causandone un deprezzamento. Borio et al (2016) suggeriscono che tale deprezzamento risulti in un apprezzamento indesiderato altrove e dimostrano che gli effetti del QE, aumento dei prezzi degli asset compreso, vengano estesi ad altri Paesi. Un apprezzamento indesiderato può indurre questi Paesi ad adottare politiche accomodanti per contrastarlo. Ciò ha reso conveniente, a livello internazionale, mantenere un orientamento monetario espansivo (BIS, 2016a). Tale tendenza sembra persistere tutt'ora (Inoue et al., 2019). Lombardi et al. (2018) sono del parere che le politiche monetarie non convenzionali verosimilmente non abbiano danneggiato altre economie, ma ritengono gli effetti transfrontalieri un tema controverso e i risultati sul rilievo del fenomeno ancora non conclusivi. Infatti, gli autori stimano a livello internazionale un effetto spillover sia positivo (apprezzamento) che negativo (deprezzamento) del QE sui tassi di cambio delle valute di economie emergenti. Chen et al. (2017) invece trovano che tra le maggiori banche centrali, le politiche della FED abbiano avuto l'effetto spillover più persistente, deprezzando valute estere in modo non ambiguo e contribuendo significativamente a una maggiore attività economica in termini di output e inflazione nei Paesi emergenti.

I limiti empirici dei risultati discussi sono uno dei motivi per cui le opinioni circa l'efficacia delle misure non convenzionali sono spesso divergenti. L'impressione diffusa è che nonostante le banche centrali abbiano implementato gli strumenti più energicamente di quanto immaginabile prima della recessione, la crescita sia rimasta deludente e l'inflazione persistentemente sotto gli obiettivi (Borio et al., 2016). All'avvio della crisi, i policymaker sostenevano che l'uso delle politiche non convenzionali fosse necessario per prevenire una contrazione potenzialmente più grave. Evitato il peggio, essi argomentavano che continuare con l'applicazione di tali strumenti potesse velocizzare la ripresa. Attualmente, sembra che gli interventi intrapresi dopo il 2008 abbiano scongiurato un declino dell'attività reale ma non abbiano prodotto la spinta che molti si aspettavano (Lombardi et al., 2018).

CAPITOLO 3: LE CONSEGUENZE POLITICHE DEGLI STRUMENTI NON CONVENZIONALI

3.1 Più responsabilità, meno spazio di manovra

La crescita e l'inflazione globali continuano a deludere le aspettative e l'economia ancora trasmette il senso di un aggiustamento incompleto. Per comprendere tale delusione, Borio et al. (2016) propongono un'analisi che esplora più a fondo due elementi: il contesto economico che ha accompagnato l'impiego degli strumenti non convenzionali e le loro specifiche caratteristiche.

Per contesto economico si fa riferimento all'eccessiva responsabilità affidata alla politica monetaria, piuttosto che a riforme fiscali strutturali, nella faticosa ripresa da una situazione che prende il nome di recessione di bilancio⁸. Infatti, per riprendersi da un fenomeno di espansione e contrazione finanziaria (boom and bust) enormemente costoso, che ha lasciato cicatrici durature e reso un'espansione globale sostenibile difficile da raggiungere (BIS, 2016a), le politiche monetarie non convenzionali non sono sufficienti. Lo strumento di QE fatica a raggiungere i suoi obiettivi. È difficile stimolare un settore privato eccessivamente indebitato, impegnato a risanare piuttosto che a spendere in consumo o investimento. In un sistema bancario disallineato dove l'ostacolo è il capitale piuttosto che la liquidità, la soluzione di lungo periodo è riconoscere le perdite, ricapitalizzare le istituzioni e ripristinare la redditività, compito che una condizione monetaria accomodante non può sostenere da sola. Una situazione talmente delicata richiede quindi un supporto da altre politiche per correggere l'allocazione di risorse e credito distorta dal boom and bust, che non è sempre arrivato. La politica monetaria è pertanto stata sovraccaricata. Vista l'impossibilità di usare gli strumenti convenzionali, lo smisurato affidamento si è traslato sugli strumenti non convenzionali ma, per quanto i policymaker abbiano premuto l'acceleratore, non hanno ricevuto la trazione sperata.

Le caratteristiche specifiche delle misure non convenzionali suggeriscono che le UMP siano soggette a rendimenti decrescenti (BIS, 2016a). In alcuni casi, ciò riflette l'evoluzione delle condizioni economiche. Per esempio, alcuni sostengono (si veda Borio, 2016) che le politiche di bilancio siano più efficaci quando i mercati finanziari sono segmentati e disallineati, cioè quando l'intervento delle autorità può alleviare le distorsioni presenti. In altre parole, quando c'è effettivamente qualcosa da riparare. In via generale, c'è certamente un limite a quanto si possano comprimere i rendimenti, guidare le aspettative e spingere i tassi

⁸ Koo (2003) è stato il primo a usare questo termine, per descrivere una recessione associata a un bust finanziario che sia stato preceduto da un boom insostenibile. L'obiettivo economico degli agenti si sposta dalla massimizzazione del profitto alla minimizzazione del debito eccessivo lasciato in essere dallo scoppio della crisi. Si veda Borio et al., 2014.

di interesse in territorio negativo. Avvicinandosi a questi limiti psicologici, la politica perde efficacia e i trade-off peggiorano. Un esempio è fornito dall'impatto della persistenza proprio di rendimenti ultra-bassi, sulla redditività del sistema finanziario e sulla sua abilità di supportare l'economia reale. I modelli macroeconomici da cui nasce il QE, per esempio, assumono semplicemente che tassi di interesse più bassi rendano il consumo presente più conveniente, sollevandolo rispetto al consumo futuro (effetto di sostituzione temporale), ma ignorano la possibilità che il consumo invece si deprima perché gli agenti vogliono risparmiare per accrescere il loro reddito futuro (effetto reddito). Borio e Gambacorta (2016) hanno infatti empiricamente misurato un indebolimento dell'impatto dei tassi d'interesse sull'attività creditizia, dal momento che livelli molto bassi spremono la marginalità netta. Un'altra caratteristica svantaggiosa delle misure non convenzionali è la possibilità che si producano effetti controproducenti sulla fiducia degli agenti economici. Ne è esempio l'uso della Forward Guidance. Anche quando è completamente capita e credibile potrebbe avere conseguenze indesiderate. Per convincere i mercati che i tassi rimarranno eccezionalmente bassi a lungo, la banca centrale potrebbe dover descrivere un quadro economico più negativo di quanto lo sia veramente. Paradossalmente, più l'istituto è credibile, più l'effetto sfavorevole è potenzialmente ampio. I tassi negativi d'altro canto, una presenza sempre più duratura, è improbabile che comunichino un messaggio rassicurante circa lo stato dell'economia, specialmente per quegli agenti estranei ai tipici ragionamenti economisti, cioè ragionamenti per cui solo le variabili reali⁹ contano per i comportamenti.

Questa analisi indica alcune conclusioni (si veda Borio et al., 2016).

Dato che, nel tempo, la potenza delle misure attraverso canali domestici diminuisce, la politica monetaria finisce per affidarsi maggiormente al deprezzamento del tasso di cambio. Non necessariamente come conseguenza del design degli strumenti ma semplicemente come obiettivo di default, ex ante. Ciò è successo (Borio et al., 2016) e sembra che continui a succedere (Duarte, 2019). Non è una coincidenza che i tassi di cambio vengano menzionati sempre più spesso negli annunci e nelle dichiarazioni delle banche centrali (BIS, 2016a). Globalmente, il fenomeno si evolve in effetti spillover indesiderati e allentamento monetario diffuso (si veda il paragrafo 2.2). In ultimo luogo, ciò rischia di sfociare in guerre valutarie e deprezzamenti concorrenziali. L'impatto delle misure su crescita e inflazione è stato registrato in diminuzione mentre quello del tasso di cambio no (si veda BIS, 2016).

Nel tempo l'equilibrio tra benefici e costi delle misure non convenzionali peggiora. L'efficacia tende a diminuire e gli effetti collaterali – come visto, circa redditività e resilienza del sistema finanziario e equilibrio politico globale – propendono per aumentare. In questo

⁹ In altri termini, variabili aggiustate per l'inflazione.

modo viene messa a rischio la credibilità degli istituti centrali. A tal proposito, come evidenza empirica di riferimento, Bordo e Siklos (2016) hanno costruito degli indicatori della credibilità, concludendo che questa sia diminuita sensibilmente in seguito alla crisi per gran parte degli istituti centrali. Il messaggio degli autori è che i dati invitano alla prudenza chi suggerisce che l'autorità monetaria dovrebbe prendersi maggiore responsabilità per la performance e la stabilità finanziaria delle varie economie.

La combinazione di caratteristiche specifiche delle misure e del contesto economico sollevano serie problematiche di normalizzazione, cioè d'uscita dai programmi non convenzionali implementati. Da una parte, se inflazione e crescita rimangono sotto gli obiettivi, diventa doveroso per i policymakers premere oltre sull'acceleratore. Infatti, non farlo potrebbe essere interpretato come un segnale che le misure sono inefficaci e che le banche centrali hanno rinunciato al loro mandato. I mercati perderebbero di conseguenza fiducia nell'abilità degli istituti di portare a termine i propri impegni e i governi potrebbero accusarli di minare i propri piani politici domestici. Dall'altra parte, a meno che le misure si rivelino del tutto efficaci, prima o poi i loro limiti diventerebbero evidenti, con le stesse conseguenze. Tale "trappola" (si veda a tal proposito Koo, 2015) riduce lo spazio di manovra della politica monetaria, che potrebbe non avere alternative che perseverare nell'applicazione degli strumenti non convenzionali con rendimenti sempre minori. Ciò è decisamente rilevante. Romer et al. (2017) tentano di misurare l'importanza di avere a disposizione un certo margine di manovra prima di affrontare una crisi. Trovano che la riduzione dell'output causato da una recessione è meno dell'un per cento quando un Paese possiede, pre-crisi, sia spazio "fiscale" che "monetario", mentre è circa il dieci per cento quando un Paese possiede nessuno dei due. La differenza che gli autori ottengono, statisticamente significativa e robusta, implica che la possibilità di dispiegare politiche in maniera aggressiva sia fondamentale per evitare una recessione peggiore.

La dipendenza dei mercati dal supporto della banca centrale è difficile da scrollare via (El-Erian, 2016). A corto di fiducia e credibilità, il restringimento dello spazio di manovra renderebbe più complicato affrontare la prossima recessione, quando arriverà, se le banche centrali non "ricaricano gli armamenti" con anticipo (Borio et al., 2016). La risposta politica è riuscita a stabilizzare le condizioni finanziarie durante la crisi ma non è stata sufficientemente bilanciata: troppa attenzione è stata posta su misure con target di domanda aggregata rispetto a provvedimenti strutturali che si opponessero alla recessione di bilancio. In particolare, la politica monetaria e le UMP si sono prese l'onere del carico, mettendo a dura prova la propria efficacia. Prima della crisi, i mercati e gli agenti vedevano le banche centrali come ultra-potenti (BIS, 2016), aspettandosi quindi che a seguito dello shock esse gestissero l'economia,

ristabilissero la massima occupazione, assicurassero una forte crescita, preservassero la stabilità dei prezzi e mettessero in sicurezza il sistema finanziario. In realtà questo è un impegno che le banche centrali da sole non possono portare a termine. Il pesante carico dimostra infatti di frenare le possibilità di crescita. Un fragile apparato fiscale ha ostacolato la spinta fornita dall'eccezionale allentamento e gli agenti del settore privato sovra indebitati hanno rivisto il loro approccio ai consumi. La politica monetaria poteva fare poco per ribilanciare l'allocatione di risorse: insistere ha progressivamente diminuito il margine di azione.

Per poter cambiare marcia verso uno sviluppo più robusto e sostenibile, è richiesto un urgente ribilanciamento del mix di politica economica. La politica monetaria è sovraccaricata da troppo tempo: politiche fiscali, soprattutto strutturali, devono farsi avanti¹⁰(BIS, 2016). Una più simmetrica partecipazione aiuterebbe a moderare le ripercussioni dei cicli finanziari e evitare la progressiva perdita di spazio di manovra, un serio difetto dell'assetto attuale. Nel processo, tuttavia, è essenziale evitare la tentazione di soccombere a rapidi aggiustamenti o scorciatoie. Le misure proposte devono impegnare un solido orientamento di lungo periodo. In pratica ciò significa catturare le opportunità disponibili dando maggiore attenzione ai costi di estreme configurazioni monetarie e ai rischi di normalizzare troppo tardi e troppo gradualmente (soprattutto per le giurisdizioni più grandi, di riferimento per la politica monetaria nel resto del mondo). Infatti, se il rischio di perdita di confidenza nei policymakers si realizzasse, col tempo il gap tra le aspettative degli agenti e la realtà peserebbe sulla loro reputazione. Sono necessarie politiche che non provochino rimorsi quando il futuro diventa oggi (BIS, 2016).

3.2 Indipendenza delle banche centrali a rischio

“...the relationship between central banks and their governments might well have changed, with central banks crossing the line into the political realm more often than in the past.”

Blinder et al. [2017, p. 707]

“...il rapporto tra le banche centrali e i loro governi potrebbe essere cambiato, con le banche centrali oltre il confine della sfera politica più spesso che nel passato.” [t.d.r.]

¹⁰ Con il supporto della comunità monetaria internazionale, negli ultimi anni le autorità nazionali hanno fatto passi avanti nell'implementazione di strutture macroprudenziali disegnate per rafforzare la resilienza del sistema finanziario. La destinazione è intesa essere un kit di arrangiamenti che sistematicamente incorporino la stabilità finanziaria all'interno delle tradizionali analisi macroeconomiche. Tali strutture sono volte a contrastare più efficacemente i “boom and bust” che causano così tanti danni economici. Idealmente esse comprenderebbero politiche prudenziali (talvolta considerate come nuova frontiera degli strumenti non convenzionali) monetarie e fiscali, con forte supporto proveniente da misure di tipo strutturale. Operativamente, permetterebbero di contrastare e controllare i boom finanziari con manovre basate su solide fondamenta.

Un eccessivo affidamento agli strumenti non convenzionali ha conseguenze che sconfinano nella sfera politica. Essi infatti determinano delicate questioni di competenza politica che derivano da un semplice fatto: le banche centrali hanno sì un monopolio sull'operatività del tasso di interesse ma non necessariamente sulle politiche di bilancio (Borio et al., 2016). Ciò implica che gran parte delle politiche di bilancio possono o potrebbero essere replicate dai governi. Per esempio, la banca centrale che compra titoli di stato a lungo termine può vedere i suoi sforzi vanificarsi nel caso gli emittenti del debito governativo estendessero le scadenze in modo da fissare e tesaurizzare dei rendimenti eccezionalmente bassi. Analogamente, il governo potrebbe finanziarsi direttamente prendendo a prestito dal mercato per mettere in pratica politiche di Credit Easing, senza coinvolgere la banca centrale. Questo aiuta a spiegare perché le politiche di bilancio abbiano una natura quasi-fiscale e quindi contribuiscano a offuscare il confine tra i governi e i rispettivi istituti centrali. Se la banca centrale intraprende politiche di Credit Easing, potrebbe essere accusata di favorire una certa classe di beneficiari rispetto ad altri - una preoccupazione particolarmente intensa negli Stati Uniti. Se invece attiva acquisti di "carta governativa" su larga scala, potrebbe essere accusata di finanziare il governo - un risvolto di particolare interesse in alcune nazioni europee. Nella zona Euro infatti, i problemi sono esacerbati dalla coesistenza di più Paesi con differenti qualità di credito e rischio: inevitabilmente, i programmi di acquisto hanno implicazioni distribuzionali tra i vari Paesi.

Tutto ciò apre anche una questione più profonda, mettendo in discussione il concetto di indipendenza della banca centrale. Infatti, la stretta relazione tra misure "da banca centrale" e "da governo" determinata dalla mancanza di controllo esclusivo sulle politiche di bilancio, rende meno distinguibile il confine tra la competenza di una e dell'altra istituzione. Visto che gli effetti fiscali e distribuzionali delle politiche monetarie non convenzionali sono più pronunciate di quelle di un mero aggiustamento del tasso di interesse a breve termine (Orphanides, 2018), particolare attenzione è stata posta su poteri, mandati, legittimità e responsabilità democratica: cioè i confini dell'indipendenza delle banche centrali. Infatti, le potenzialità fiscali di un estensivo uso delle politiche di bilancio non sono normalmente associate a un'istituzione tecnocratica e indipendente con delegata autorità discrezionale, ma spetta, ordinariamente, a governi eletti democraticamente (Orphanides, 2018). Finché la responsabilità accumulata sugli istituti centrali resta vincolante, questi fronteggiano un'endogena minaccia alla loro indipendenza operativa e statutaria, specialmente nelle due situazioni seguenti (van Riet, 2018).

Primo, per allontanare un pericolo di stagnazione allo Zero Lower Bound, le banche centrali potrebbero pensare che sia una buona idea utilizzare pienamente gli strumenti non-

standard, spingendoli al massimo delle loro possibilità. Le aspettative di possibili risultati positivi, in termini di maggiore espansione economica, sarebbero ben accettate dai governi, che premerebbero sulle banche centrali per fare di più. In questo modo però gli effetti collaterali di natura quasi-fiscale verrebbero inizialmente sottovalutati e, accumulandosi nel tempo, metterebbero a rischio l'indipendenza operativa delle banche centrali.

Secondo, le pressioni per una politica monetaria con un ruolo ancora più marcato diventerebbero insostenibili in particolare se, al momento della prossima recessione, i tassi di interesse fossero ancora molto bassi e l'uso di strumenti straordinari con implicazioni politiche di vasta portata fosse diventato la nuova normalità post-crisi. I governi allora, sarebbero tentati di richiedere una reiterazione dell'uso degli strumenti non convenzionali. Non solo con l'obiettivo di stabilizzare i prezzi, ma anche per incanalare fondi low-cost verso destinazioni politicamente favorite, incluso il settore pubblico. Questo "quid pro quo" insidierebbe l'indipendenza delle banche centrali, in quanto obbligherebbe i governi a prestare maggior attenzione alle implicazioni allocative e distributive degli interventi monetari non convenzionali. In pratica, più una banca centrale sembra disposta ad intervenire sui mercati con riflessi di dominio fiscale, più può essere pressata dai governi a prolungare la politica monetaria non convenzionale. Di conseguenza l'uscita da tale tendenza diventa critica. I Paesi maggiormente indebitati cercherebbero di favorire il più possibile il reinvestimento dei titoli governativi alla loro scadenza. In questo modo spingerebbero la banca centrale a dover tappare un eventuale rialzo dei rendimenti, per esempio in corrispondenza delle elezioni nazionali, quando il rischio Paese aumenta.

In riferimento al secondo scenario, Lombardi et al. (2018) si interrogano se le UMP possano effettivamente costituire la nuova normalità. Quinti e Rabanal (2018) cercano di rispondere alla domanda. Essi studiano l'ottimizzazione dei programmi d'acquisto attraverso la stima di un modello DSGE non lineare con un settore bancario, debito a lungo termine sia privato che pubblico, considerando i soli Stati Uniti. Trovano che i benefici dell'uso delle UMP in tempi normali siano sostanziali, equivalenti all'1.45% della totalità del consumo, ma che gli stessi benefici siano shock-dependent, cioè che si manifestino solo quando l'economia è colpita da shock finanziari. Al contrario, quando l'economia viene colpita da shock di un business cycle tradizionale (come shock dalla parte di domanda o offerta), i benefici sono trascurabili o pari a zero. Anche se i risultati non debbano necessariamente essere gli stessi per la zona Euro, gli autori ipotizzano effetti collaterali indesiderati più gravi per l'Europa: l'incidenza degli strumenti non convenzionali in tempi normali sarebbe persino minore. Borio et al. (2016) fanno notare che politiche come il QE includono notevoli espansioni dei bilanci delle banche centrali e che conseguentemente, i rischi finanziari che gli istituti fronteggiano

direttamente, in un'ottica di potenziali perdite, aumentano. Fraintendere cosa gli strumenti non convenzionali possano e non possano ottenere, specialmente in tempi normali, implicherebbe per le banche centrali l'assunzione di rischi ancor maggiori.

L'analisi premia l'importanza di coordinazione e di ribilanciamento (Lombardi et al., 2018), come esaltato nel paragrafo 3.1. L'alternativa a questi rischi endogeni infatti, è una più ampia responsabilità comune nella gestione del mix aggregato di politica economica in area Zero Lower Bound, in modo che delle misure anticipate di stimolo facilitino poi la normalizzazione in uscita dalla politica monetaria non convenzionale. Quanto peso si dovrebbe dare al concetto di indipendenza operativa della banca centrale? Non c'è dubbio che sia "solo" un mezzo per uno scopo, ma l'esperienza suggerisce che venga minacciata proprio quando è più preziosa (Borio et al., 2016). Rivelando la potenza dei bilanci delle banche centrali, la risposta non convenzionale alla crisi finanziaria globale ha riaperto il dibattito sulla configurazione delle istituzioni monetarie¹¹. Questo elaborato ha evidenziato dei problemi pratici e cerca di prevedere delle sfide che rimarcano l'importanza di identificare quali siano i confini appropriati dell'indipendenza delle banche centrali e di promuovere politiche volte a contribuire in modo bilanciato al benessere sociale. Tuttavia, non pretende di stabilire quali questi confini debbano essere: la difficoltà nel giudicare gli svantaggi delle UMP risiede nel fatto che non si sia ancora verificata una totale uscita dal QE a livello internazionale e i potenziali effetti collaterali potrebbero impiegare del tempo per materializzarsi.

¹¹ Interessante in questo senso è il lavoro di Blinder et al. (2017), che tenta di misurare il cambiamento percepito all'interno delle istituzioni monetarie in seguito alle sfide poste dalla crisi, su temi come credibilità, indipendenza e messa in discussione dei mandati delle maggiori banche centrali (alzamento degli obiettivi di inflazione, accostamento attività economica e reddito all'inflazione e inclusione di regole macroprudenziali)

CONCLUSIONI

Le politiche monetarie non convenzionali si sono dimostrate essenziali per ristabilizzare il funzionamento del sistema finanziario e prevenire un collasso dell'attività economica. Tuttavia, nonostante le prolungate misure straordinarie, i policymaker non sono riusciti a spingere l'inflazione su livelli in linea con gli obiettivi e a evitare una crescita deludente. Nel processo i mercati sono diventati sempre più dipendenti dal supporto delle banche centrali e gli strumenti non convenzionali hanno dimostrato rendimenti decrescenti: l'equilibrio tra benefici e costi tende a peggiorare il più a lungo le UMP restano in vigore. Di conseguenza, lo spazio di manovra delle banche centrali si è ridotto, assieme all'abilità di affrontare la prossima recessione. I policymaker si ritrovano in una trappola dove la pressione ad affidarsi sempre più a politiche non convenzionali potrebbe a un certo punto diventare troppo pesante e ritardare un ritorno completo a condizioni normali.

In origine, le misure adottate dalle banche centrali erano considerate propriamente non convenzionali. Dieci anni più tardi si è diffusa l'idea che possano diventare la nuova normalità. Questa tesi argomenta che tale sviluppo rappresenta uno scenario rischioso, che complicherebbe i compiti della politica monetaria, aggravandone le responsabilità. Usare un'ampia gamma di strumenti non convenzionali capaci di prevenire un collasso finanziario ma che non sono disegnati per promuovere un'adeguata crescita economica non sembra essere una solida strategia di politica monetaria. La natura quasi-fiscale delle UMP dimostra che un'espansione smisurata dei bilanci delle banche centrali ha inevitabilmente conseguenze di carattere politico e evidenzia un urgente bisogno di maggior realismo circa cosa la politica monetaria (e gli strumenti non convenzionali) può e non può realizzare. Un'altra priorità è salvaguardare l'indipendenza e la credibilità delle banche centrali distinguendo le loro responsabilità da quelle dei governi. In una situazione dove il confine tra misure monetarie e fiscali diventa sempre meno netto, creare un meccanismo di coordinazione impedirebbe ai governi di chiedere o aspettarsi troppo dalle proprie banche centrali.

BIBLIOGRAFIA

Altavilla, C., Giannone, D. and Lenza, M. (2016) “The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements”. *International Journal of Central Banking* 12(3): 29–57.

Ball, L., Joseph Gagnon, J., Honohan, P., and Krogstrup, S. (2016) “What else can central banks do?” *Geneva Reports on the World Economy* 18. London: CEPR Press.

Bank for International Settlements (2016a): 86th BIS Annual Report, Basel.

Bank for International Settlements (2016b): Overview, *BIS Quarterly Review*, March.

Bank of Japan. (2016) “Comprehensive Assessment: Developments in Economic Activity and Prices as well as Policy Effects since the Introduction of Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE): The Background”. Tokyo: Bank of Japan.

BCE, (2014), The ECB’s forward guidance. *ECB Monthly Bulletin*, April (pp. 65–73).

BCE, (2019), Press Conference. Francoforte, 25 Luglio 2019. Disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190725~547f29c369.en.html>.

Bernanke, B., (2015) “The Courage to Act”. *New York Times*.

Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart, and Brian P. Sack. 2004. “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment.” *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 1–78.

Bordo, M.D. and Siklos, P.L. (2016a) “Central Bank credibility: An historical and quantitative exploration”. NBER Working Paper No. 20824.

Borio, C. (2014): “The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt?”, *Journal of Banking and Finance*, vol 45, August, pp 182–98.

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

Cecioni, M., Ferrero, G., and Secchi, A. 2011. “Unconventional monetary policy in theory and in practice”. Bank of Italy Occasional papers, No. 102.

Chen, Q., Lombardi, M., Ross, A. and Zhu, F. (2017) “Global impact of US and euro area unconventional monetary policies: a comparison”. BIS Working Paper No. 610.

Coeurè, B. (2013) “Nonstandard monetary policy measures: where do we stand?”. Speech presented at the International Monetary Seminar “Sovereign Risk, Bank Risk and Central Banking”, Banque de France, Paris, 10 July 2013.

De Michelis, A. and Iacoviello, M. (2016) “Raising an inflation target: The Japanese experience with Abenomics”. *European Economic Review* 88: 67–87.

Duarte, B. C., (2019) “Unconventional monetary policies: past, present and future”. Ph.D. from Universidade federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia.

El-Erian, M. (2016) “The only game in town: central banks, instability, and avoiding the next collapse”. Random House: London.

Fisher, I. (1930) “The theory of interest”. Kelley Publishers Clifton, 1974.

Friedman, M. (1969) “The Optimum Quantity of Money”. London: Macmillan.

Gertler, M. (2017) “Rethinking the power of forward guidance: Lessons from Japan”. NBER Working Paper No. 23707.

Häyhä J., (2013) “Effectiveness of ECB monetary policy in reducing interbank risk premia during financial crisis”. Master’s thesis, Tampere University School of Management

Holub, T. (2017) “Monetary Policy in the Global Crisis”. JEM027. Institute of Economic Studies, Charles University in Prague.

Inoue, A., Rossi, B., (2019) “The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates”. *Journal of International Economics*.

Joyce, M. A. S., Lasaosa, A., Stevens, I., & Tong, M. (2011) “The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom”. *International Journal of Central Banking*, 7(3), 113–161.

Kang, D.W., Ligthart, N. and Mody, A. (2016) “The ECB and the Fed: A comparative narrative”. *VoxEU.org*, 19 January.

Koo, R. (2015) “The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy”. New York: John Wiley & Sons.

Kozicki, S., Santor, E., & Suchanek, L. (2011). “Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases”. *Bank of Canada Review*, 2011(Spring), 13–25.

Lombardi, D., Siklos, P.L. and St. Amand, S. (2017) “Government bond yields at the effective lower bound: International evidence”. *Contemporary Economic Policy*.

Lombardi, D., Siklos, P.L. and St. Amand, S., (2018) “A survey of the international evidence and lessons learned about unconventional monetary policies: is a ‘new normal’ in our future?”. *Journal of Economic Surveys* Vol.32, No.5, pp. 1229-1256.

Neely, C.J. (2014) “How persistent are monetary policy effects at the zero lower bound?”. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper Series No. 2014-004A. European Central Bank. (2014) The ECB’s forward guidance. *ECB Monthly Bulletin*, April (pp. 65–73).

Nishino, K., Yamamoto, H., Kitahara, J. and Nagahata, T. (2016) “Developments in inflation expectations over the three years since the introduction of quantitative and qualitative monetary easing (QQE)”. *Bank of Japan Review* October: 1–7.

Norland, E., (2018) “Did Quantitative Easing Help Spur Growth?”. CME Group. Disponibile su <<https://www.cmegroup.com/education/featured-reports/did-quantitative-easing-help-spur-growth.html>> 11.08.2019

Orphanides, A., (2018) “The Boundaries of Central Bank Independence: Lessons from Unconventional Times”. MIT Sloan School of Management

Polo, A., et al., (2018) “Finance and investment: the European case”. Oxford University Press.

Reifschneider, David, and John C. Williams. 2000. “Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era.” *Journal of Money, Credit and Banking* 32, no. 4 (November), pp. 936–66.

Romer, C.D. and Romer, D.H. (2017) “Why some times are different: Macroeconomic policy and the aftermath of financial crises”. NBER Working Paper No. 23931.

Swanson, E.T. and Williams, J.C. (2014a) “Measuring the effect of the zero lower bound on yields and exchange rates in the U.K. and Germany”. *Journal of International Economic* 92(Sup 1): S2-S21.

Swanson, E.T. and Williams, J.C. (2014b) “Measuring the effect of the zero lower bound on medium- and longer-term interest rates”. *American Economic Review* 104(10): 3154–3185.

Van riet, A. (2018) “Monetary policy at the zero lower bound: the European Central Bank in the realm of politics”. Tilburg University and European Central Bank.

Williams, J.C. (2014) “Monetary policy at the zero lower bound: Putting theory into practice”. The Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy Working Papers January.

Wyplosz, C. (2011) “They still don’t get it”. VoxEU.org, 25 October.