

# Dispensa di Politica Monetaria

## Gli Strumenti di Politica Economica Non Convenzionali

### Introduzione

L'utilizzo degli strumenti di politica economica di tipo non convenzionale è diventato di importanza cruciale soprattutto negli anni recenti. Fino alla fine degli anni '90, infatti, le autorità di politica monetaria (e fiscale) hanno fatto solitamente uso degli strumenti tradizionali che la teoria economica ha delineato, come la fissazione del tasso di sconto di riferimento e le operazioni a mercato aperto. Mediante tali strumenti, la banca centrale controlla l'offerta di moneta e si assicura che gli intermediari finanziari operino con un ammontare di riserve liquide appropriato. Il mercato interbancario (il mercato in cui le banche si prestano liquidità tra loro) contribuisce poi endogeneamente a raggiungere l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi nel medio termine. Questi strumenti, fino ad allora, sono stati più che sufficienti a fornire al sistema economico la necessaria liquidità (in fasi di recessione) e a contenere spinte inflazionistiche eccessive (in fasi di boom).

Tuttavia l'esperienza degli anni recente mostra come crisi economiche particolarmente profonde e di lunga durata possano far sì che gli strumenti convenzionali si rivelino insufficienti a conseguire gli obiettivi di politica monetaria. Le principali cause per cui ciò avviene sono:

1. Lo *shock* per l'economia reale dovuto alla crisi è talmente forte da spingere la banca centrale a portare a zero il tasso d'interesse nominale. Una volta arrivati ad un tasso prossimo allo zero o pari a zero, è di fatto impossibile scendere sotto quel livello<sup>1</sup>, per cui tale strumento diventa di fatto non più utilizzabile per la politica monetaria espansiva (c.d. *zero lower bound*).
2. Il meccanismo di trasmissione di politica monetaria non funziona più. Quando lo shock coinvolge istituzioni finanziarie, è probabile che esse scelgano di non prestare più liquidità sul mercato interbancario e preferiscano di parcheggiare sui conti presso la Banca Centrale l'eventuale liquidità in eccesso. Ciò fa sì che il mercato interbancario smetta di funzionare e spinge le autorità di politica monetaria ad intervenire per ripristinare il circuito di trasmissione del credito.

Non esiste, in realtà, una definizione universalmente accettata di strumento "non convenzionale" di politica monetaria, dal momento che spesso la differenza tra uno strumento di tipo convenzionale e uno strumento di tipo non convenzionale è talvolta mol-

---

1

to sfumata. Per queste ragioni, si intenderà come strumento non convenzionale quell'intervento di politica monetaria che viene posto in essere durante un periodo di crisi finanziaria profonda, finalizzato al ristabilimento di un normale funzionamento dei mercati finanziari e del credito. Il ricorso a misure non convenzionali è applicato spesso in modo estremamente differenziato da Paese a Paese. Per tali ragioni, dopo aver spiegato nel dettaglio il funzionamento delle misure non convenzionali ed il loro meccanismo di trasmissione all'economia reale, si farà una disamina di come esse siano state messe in pratica nel contesto internazionale.

## I principali strumenti di politica monetaria non convenzionali

Come accennato in precedenza, durante periodi di profonda crisi economica, il tasso d'interesse ufficiale fissato dalla Banca Centrale viene spesso fissato su livelli molto bassi, prossimi allo zero. Tale riduzione è orientata da una parte a stimolare le famiglie a consumare di più e a indebitarsi e dall'altro a incentivare le imprese ad aumentare gli investimenti. Tuttavia, una volta raggiunto un tasso d'interesse pari a zero, la banca centrale si trova impossibilitata ad usare questo strumento e non è più in grado di contrastare ulteriori riduzioni del livello di inflazione.

Per stimolare la domanda aggregata e riportare le aspettative di inflazione in linea con l'obiettivo di politica monetaria, la banca centrale ricorre dunque a misure più incisive, tra cui la più importante è l'**acquisto di attività finanziarie a medio-lungo termine**. Tale intervento può avere a sua volta due finalità distinte:

1. Può essere finalizzato a migliorare le condizioni del credito e a tamponare crisi di liquidità delle banche. La banca centrale in tal caso interviene ad acquistare titoli dagli intermediari finanziari aumentando la loro disponibilità di riserve ma senza intaccare la base monetaria (*credit easing*)
2. Può essere più ampio e riguardare non solo attività finanziarie del settore privato ma anche titoli di Stato. Questo intervento mira a ripristinare un adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ad evitare il rischio (o il protrarsi) di un periodo di deflazione. In questo caso, inoltre, l'immissione di liquidità dovuta agli acquisti non viene sterilizzata dalla Banca centrale e ciò causa un'espansione della base monetaria (**alleggerimento quantitativo** o *quantitative easing*).

## Il meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali

Mediante l'acquisto di attività finanziarie, la banca centrale va a modificare la composizione del portafoglio degli agenti economici: si riduce, pertanto, la disponibilità di titoli e di attività rischiose sul mercato mentre aumenta la presenza di liquidità (cioè di riserve di banca centrale). Il bilancio della banca centrale, in questo modo, si espande sia dal lato delle attività (aumentano i titoli detenuti) sia dal lato delle passività (aumentano le riserve). Questo intervento produce una serie di ricadute sia sul mercato monetario e sulle attività finanziarie (effetti diretti), sia sul mercato del credito e sulle aspettative degli agenti economici (effetti indiretti).

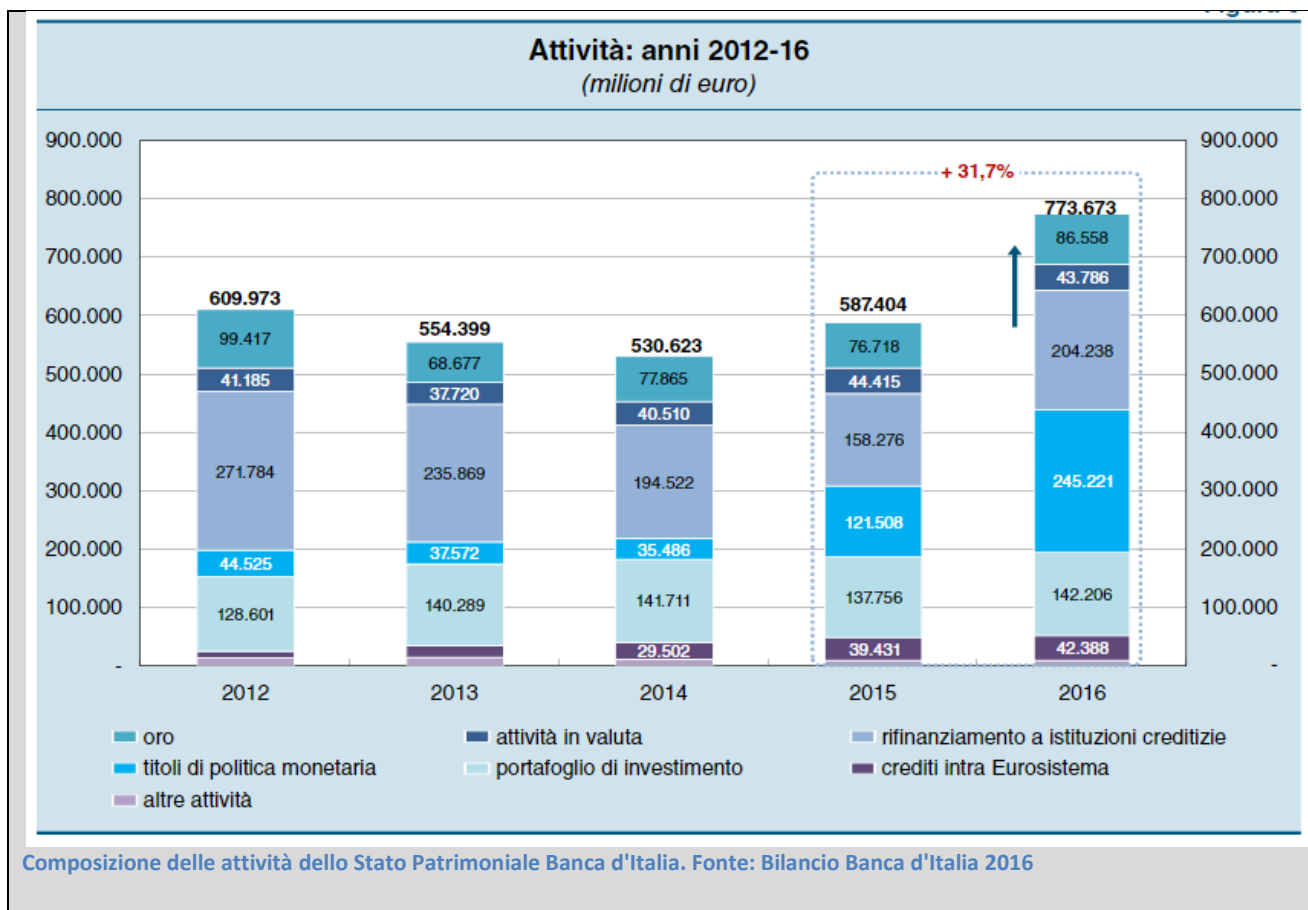
### Box 1: Il Bilancio della Banca Centrale

Le principali voci dello Stato Patrimoniale di una banca centrale sono, dal lato dell'attivo i titoli di Stato e le operazioni di rifinanziamento verso le banche e dal lato del passivo le banconote in circolazione e i conti correnti accesi dagli intermediari finanziari. Durante la recente crisi economica, i bilanci delle maggiori banche centrali hanno visto modificare la propria composizione, con una consistente espansione sia dell'attivo che del passivo.

Tabella 1: Stato Patrimoniale semplificato della Banca Centrale

ATTIVITÀ	PASSIVITÀ
Oro e Crediti in oro	Banconote in Circolazione
Titoli di Stato	Capitale e Riserve
Rifinanziamento a Istituzioni Creditizie: <ul style="list-style-type: none"><li>• Operazioni di rifinanziamento principali (MROs)</li><li>• Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs)</li><li>• Fine tuning Operations (FTOs)</li><li>• Structural Operations (SOs)</li><li>• Operazioni di Rifinanziamento Marginale</li></ul>	Passività verso Istituzioni Creditizie: <ul style="list-style-type: none"><li>• Conti Correnti</li><li>• Depositi Overnight</li><li>• Depositi e tempo Determinato</li><li>• Fine Tuning Operations (FTOs)</li><li>• Depositi relativi a richieste di margini</li></ul>
Cassa e Altre Attività	Altre Passività e Utile Netto

Negli ultimi anni, infatti, l'ammontare di titoli detenuti dalle banche centrali che hanno adottato misure di **Quantitative Easing** è notevolmente aumentato, con conseguente espansione dell'attivo e del passivo di bilancio. Prendendo ad esempio l'Eurosistema, l'esposizione della BCE e delle banche centrali nazionali verso le istituzioni finanziarie è aumentata fino a raggiungere il livello di 595 miliardi a fine 2016. Il valore totale dei titoli detenuti dall'Eurosistema ai fini di politica monetaria ha toccato quota 1654 miliardi. La Banca d'Italia ha visto salire l'ammontare delle proprie attività al livello record di 773 miliardi



## Effetti diretti

Possiamo identificare tre principali canali che sono direttamente influenzati dall'acquisto di attività finanziarie della banca centrale:

- i. Rendimenti delle attività acquistate
- ii. Tassi di interesse sul mercato monetario
- iii. Aspettative e fiducia

I rendimenti delle attività oggetto dell'acquisto (i) si riducono per due ragioni. In primo luogo, l'acquisto di tali attività da parte della banca centrale ne riduce la disponibilità sul mercato. Se pensiamo ad obbligazione (come un titolo di Stato), tale riduzione fa aumentare il suo prezzo e ridurre il rendimento. In secondo luogo, il programma di acquisto fa percepire come meno rischiose le attività oggetto dell'intervento. Ciò induce una riduzione delle attese degli operatori economici sui rendimenti dei titoli delle attività acquistate: rischio e rendimento, infatti, sono direttamente correlati.

I tassi di interesse sul mercato monetario (ii) (vedi box "Come si determinano i tassi di interesse sul mercato monetario?") sono direttamente influenzati dall'acquisto di attività finanziarie. L'accresciuta liquidità dovuta all'intervento della Banca Centrale fa sì

che i tassi di interesse sul mercato monetario si avvicinino al loro limite inferiore, cioè il tasso sui depositi (o *deposit facility*).

### Box 2: Come si determinano i tassi di interesse sul mercato monetario?

Per tassi di interesse sul mercato monetario s'intende i tassi d'interesse a brevissimo termine, generalmente *overnight*, a cui la banca centrale presta/dà a prestito liquidità agli intermediari finanziari. Prendendo ad esempio la Banca Centrale Europea, essa mette a disposizione delle controparti (le banche) due principali strumenti di liquidità a brevissimo termine: *marginal lending facility* (un conto in cui presta liquidità alle banche), e *deposit facility* (in cui al contrario, sono le banche a depositare fondi presso la BCE). Il tasso di interesse dei fondi prestati (*marginal lending*) è più alto del tasso dei fondi presi a prestito dalla BCE (*deposit*). In questo modo, i due tassi di interesse formano un tetto massimo e minimo all'interno del quale il tasso d'interesse del mercato monetario *overnight* (chiamato EONIA) può oscillare. Nel gergo finanziario, i tassi d'interesse del mercato monetario operano quindi in "regime di corridoio", essendo sempre ricompresi tra il tasso di deposito e il tasso di prestito marginale.

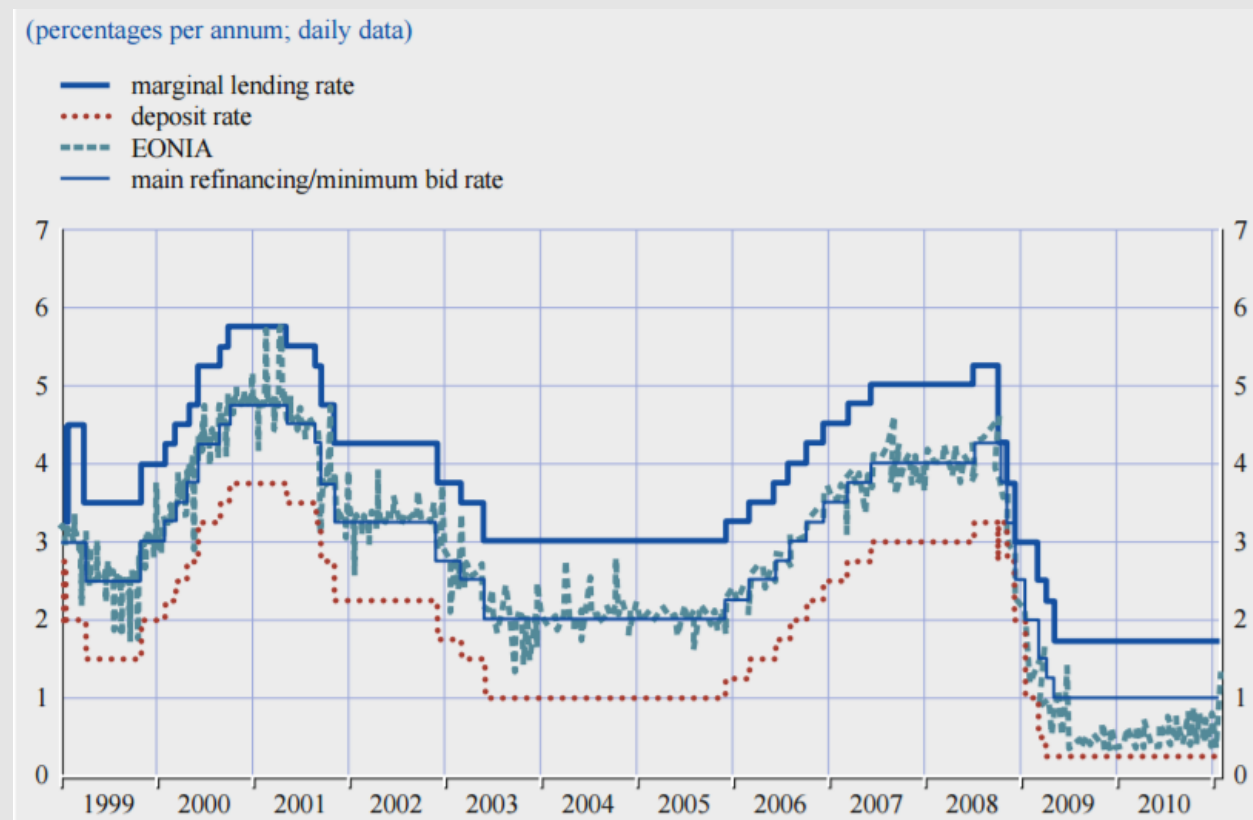


Figura 1: Tassi d'interesse chiave nel mercato monetario dell'Eurosistema dal 1999. Il tasso EONIA è il tasso medio overnight a cui le banche si prestano liquidità a brevissimo termine. Il main refinancing/minimum bid rate è invece il tasso derivante dalle operazioni di rifinanziamento marginale messe in atto dalla BCE.

L'utilizzo di questi conti in tempi di stabilità economica è generalmente molto contenuto. Prendere a prestito i fondi *overnight* dalla Banca Centrale è infatti più oneroso per le banche, così come è meno redditizio parcheggiare presso la Banca Centrale le riserve in eccesso. In periodi di crisi finanziaria, invece, l'aumentata incertezza e la rischiosità percepiti

ta fa sì che le banche preferiscono detenere maggiori riserve di Banca Centrale e allocare le riserve addizionali presso il *deposit facility*, piuttosto che prestarle ad altre banche. In questo senso, le *standing facility* svolgono la funzione di cuscinetto protettivo per la gestione della liquidità a brevissimo tempo in situazioni in cui il mercato monetario smetta di funzionare correttamente.

L'altro effetto diretto riguarda le aspettative di inflazione e il clima di fiducia (iii). Il solo annunciare da parte della Banca Centrale dell'intenzione di prendere misure di politica monetaria capaci di riportare il livello dei prezzi in linea con il proprio obiettivo ha come effetto l'aggiustamento delle aspettative degli agenti economici in direzione dell'obiettivo stesso. Ovviamente, l'impatto sarà tanto più forte quanto più la banca centrale è credibile nei suoi annunci. Un esempio tipico circa l'importanza della comunicazione e degli annunci nelle decisioni di politica monetaria è la cosiddetta *forward guidance* della BCE (vedi Box 3 "La Forward Guidance").

### Box 3: La Forward Guidance

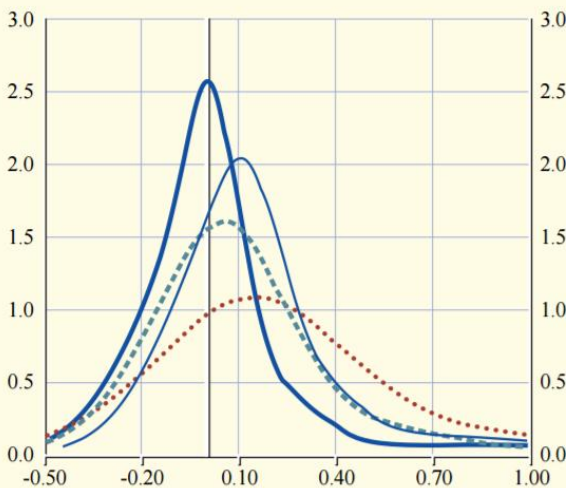
Sin dal Consiglio Direttivo del 4 luglio 2013, la Banca Centrale Europea ha deciso di fornire un'indicazione di lungo periodo circa la fissazione dei tassi di interesse ufficiale. In particolare, la BCE ha reso noto che intende mantenere i tassi d'interesse chiave "ai livelli attuali o più bassi per un periodo di tempo prolungato. Tale decisione è basata sulle prospettive di un'inflazione che continua ad essere molto bassa, data la debolezza del quadro economico generale e delle dinamiche monetarie sottostanti".

La decisione del luglio 2013 fu adottata in virtù del fatto che i tassi d'interesse sul mercato monetario registravano un continuo aumento sia del livello che della loro volatilità. I tassi del mercato monetario giocano un ruolo cruciale nell'influenzare la politica monetaria, da-

(Option-implied density of 3-months OIS rate in 12 months' time on selected dates)

x-axis: interest rate  
y-axis: density

- 2 May 2013 (after interest rate cut)
- ... 24 June 2013 (after Governing Council meeting)
- - - 4 July 2013
- 17 March 2014



Sources: NYSE Liffe and ECB calculations.

Figura 2 Il calo dell'incertezza sui tassi d'interesse futuri a breve termine del mercato monetario. Fonte: BCE

to che essi rappresentano la prima fase del meccanismo di trasmissione delle decisioni di politica monetaria all'economia. Tassi d'interesse più alti e più volatili causano di fatto una **stretta restrittiva** alla politica monetaria, in contrasto con le intenzioni della Banca Centrale. Con la *forward guidance*, la BCE cerca quindi di fornire maggiore **chiarezza** agli operatori economici circa l'orientamento di politica monetaria, mirando così ad ancorare le aspettative di mercato circa l'evoluzione dei tassi d'interesse chiave sul sentiero desiderato dalle autorità di politica monetaria e verso l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

L'annuncio del 4 luglio ha provocato un immediato **abbassamento dei tassi d'interesse** sul mercato monetario. Inoltre, vi è stata una riduzione della volatilità nelle aspettative dei tassi d'interesse futuri da parte degli agenti economici, come mostra la figura 3.

### Effetti indiretti

Accanto agli effetti diretti appena descritti, l'acquisto di attività finanziarie e la corrispondente diminuzione dei rendimenti e dei tassi d'interesse a breve termine provoca una serie di ripercussioni sul sistema finanziario. Possiamo elencare principalmente quattro canali che vengono attivati in maniera indiretta:

1. Riduzione dei rendimenti delle attività finanziarie NON oggetto del programma d'acquisto
2. Riduzione del costo e aumento della disponibilità dei prestiti bancari
3. Deprezzamento del tasso di cambio
4. Miglioramento delle condizioni di finanziamento del settore pubblico

I rendimenti delle attività finanziarie non oggetto del programma (1) si riducono a causa principalmente della riduzione del premio per il rischio. L'intervento della Banca Centrale, infatti, provoca una riduzione della probabilità di default non solo per gli emittenti delle obbligazioni oggetto del programma, ma anche per gli altri emittenti (possibile box su CBPP).

Gli intermediari finanziari, inoltre, vedono modificare la propria composizione del bilancio (2): con la cessione di titoli in cambio di liquidità a tassi molto bassi, le banche potranno concedere prestiti a tassi più bassi. L'intenzione della Banca Centrale è infatti quella di prevenire situazioni in cui una crisi finanziaria profonda possa tramutarsi in una riduzione dei prestiti a imprese e famiglie e trasmettersi in ultima istanza all'economia reale. Con il miglioramento della **patrimonializzazione** e del **grado di liquidità** delle banche si cerca così di migliorare le condizioni di **offerta di credito** bancario (*bank lending channel*). Ovviamente, nel concreto tale effetto può essere molto contenuto (od anche nullo) se l'intervento non è abbastanza tempestivo e se il *credit crunch* è già in atto.

Anche la **domanda di credito** è influenzata positivamente dal *Quantitative Easing*: la riduzione dei rendimenti a lungo termine induce una riduzione della rischiosità percepita anche per famiglie e imprese che vedono aumentare la loro capacità di accesso al finanziamento esterno e all'indebitamento (*balance sheet channel*).

La politica monetaria espansiva agisce anche sul tasso di cambio (3), provocando un **deprezzamento** della valuta domestica. In presenza di mercati finanziari efficienti e integrati, la diminuzione dei rendimenti sui titoli interni fa sì che gli operatori economici modifichino il proprio portafoglio acquistando attività in valuta estera (*exchange rate channel*). Questo causa una riduzione (intesa come deprezzamento) del tasso di cambio. L'esperienza empirica ci mostra come l'euro si sia deprezzato in maniera consistente verso dollaro dall'inizio del programma di alleggerimento quantitativo.

Il miglioramento dei saldi di finanza pubblica (4), infine, è dovuto causato dalla **riduzione dei rendimenti** dei titoli pubblici. Tale riduzione, infatti, permette agli Stati sovrani una minore spesa per interessi e quindi una riduzione dei costi di finanziamento e di servizio del debito (*government budget constraint channel*).



## Dal sistema finanziario alla trasmissione all'economia reale

Gli effetti sinora descritti riguardano principalmente il mercato finanziario. L'obiettivo ultimo dei programmi di acquisto di attività finanziarie riguarda in ultima istanza il ristabilire una dinamica di prezzi coerente con l'obiettivo di politica monetaria. È di cruciale importanza, quindi, che gli effetti benefici del QE sul sistema finanziario si ripercuotano corrispondentemente sull'economia reale.

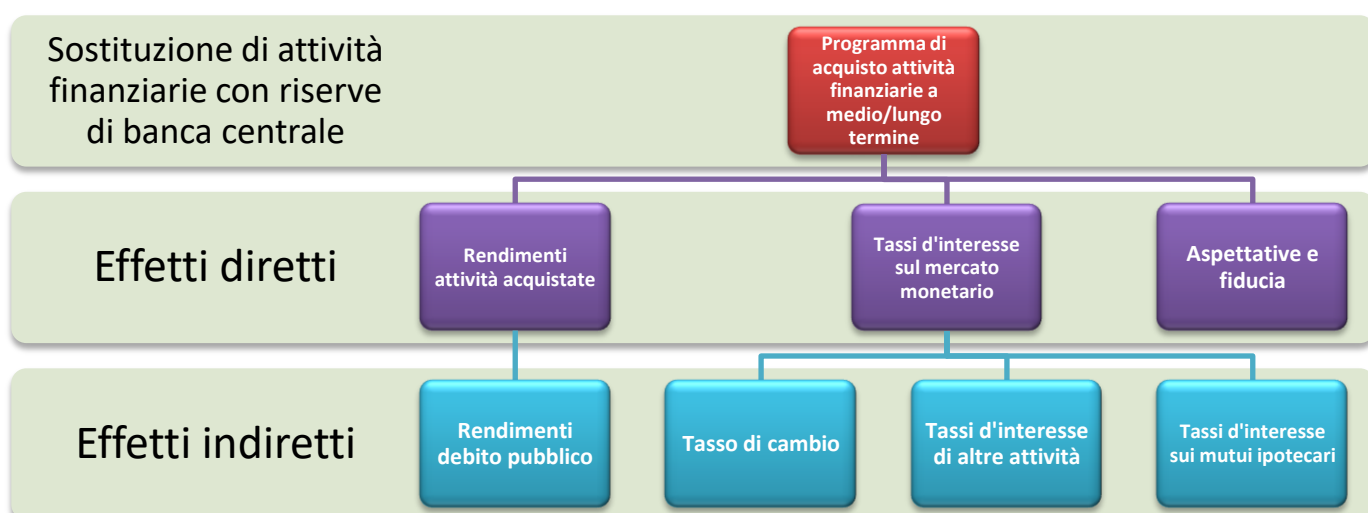
L'impatto dell'alleggerimento quantitativo può essere scomposto in tre componenti principali:

1. **Effetto di sostituzione intertemporale:** come discusso in precedenza, la presenza di tassi d'interesse molto bassi per un periodo di tempo prolungato, si incentivano famiglie ed imprese a indebitarsi maggiormente. Gli investimenti e i consumi, di conseguenza, aumentano, contribuendo a riportare prezzi e occupazione di nuovo su livelli desiderabili. Tuttavia, una deflazione prolungata può produrre *trappole della liquidità* che difficilmente possono essere superate con la sola politica monetaria. Con un livello dei prezzi in discesa, infatti, detenere il contante risulta più vantaggioso che spenderlo o investirlo. In questi casi, la dinamica consumi-prezzi-salari-occupazione è tale da intraprendere un circolo vizioso al ribasso. In tali circostanze, a corredo della politica monetaria ultraespansiva risulta cruciale il ruolo delle attività di politica fiscale, che con politiche fiscali espansive coordinate possono permettere una ripresa dell'attività economica.
2. **Effetto competitività:** con il deprezzamento del tasso di cambio le merci destinate all'esportazione diventano relativamente più convenienti rispetto alle merci dei mercati esteri. Le imprese nazionali che esportano vedranno così aumentare i ricavi derivanti dalle esportazioni, con effetti benefici su occupazione e prodotto interno lordo. Tale effetto è risultato essere molto forte nei Paesi dell'eurozona, contribuendo a migliorare la bilancia commerciale soprattutto con riferimento al commercio fuori dall'area euro (figura 4).



Figura 3 Bilancia commerciale extra-eurozona anni 2012-2017, prezzo indice. Fonte: Trading Economics - Eurostat.

- Effetto ricchezza finanziaria:** con l'aumento dei prezzi delle attività finanziarie, aumenta la ricchezza dei detentori di tali attività. Una volta vendute, gli investitori realizzano un profitto in conto capitale. Tali profitti possono poi trasmettersi all'economia reale in forma di maggiori investimenti (nel caso in cui i profitti provengano da imprese) o consumi (nel caso in cui provengano da privati). L'importanza di questo canale, tuttavia, è difficilmente stimabile direttamente ed è anche di dubbia importanza dal momento che i partecipanti al mercato azionario e obbligazionario spesso hanno una bassa propensione al consumo.



## Gli interventi di politiche non convenzionali nei vari contesti

### Giappone 2001

L'espressione "Quantitative Easing" è stata usata per la prima volta per descrivere lo sforzo messo in atto dalla Bank of Japan (BoJ) per risollevare l'economia giapponese dalla persistente **deflazione e depressione** economica. Il programma venne ebbe inizio nel marzo 2001, dopo che per ben due anni la BoJ mantenne il tasso di sconto ufficiale pari a zero. Il programma durò cinque anni e venne interrotto nel marzo 2006. L'iniezione di liquidità nel sistema bancario giapponese raggiunse a fine 2004 il picco di 35 trilioni di Yen (approssimamente pari a 300 miliardi di Euro), principalmente mediante acquisto di titoli di Stato giapponesi mediante **operazioni a mercato aperto** (figura 5). La base monetaria aumentò in tale periodo di circa il 60 per cento.

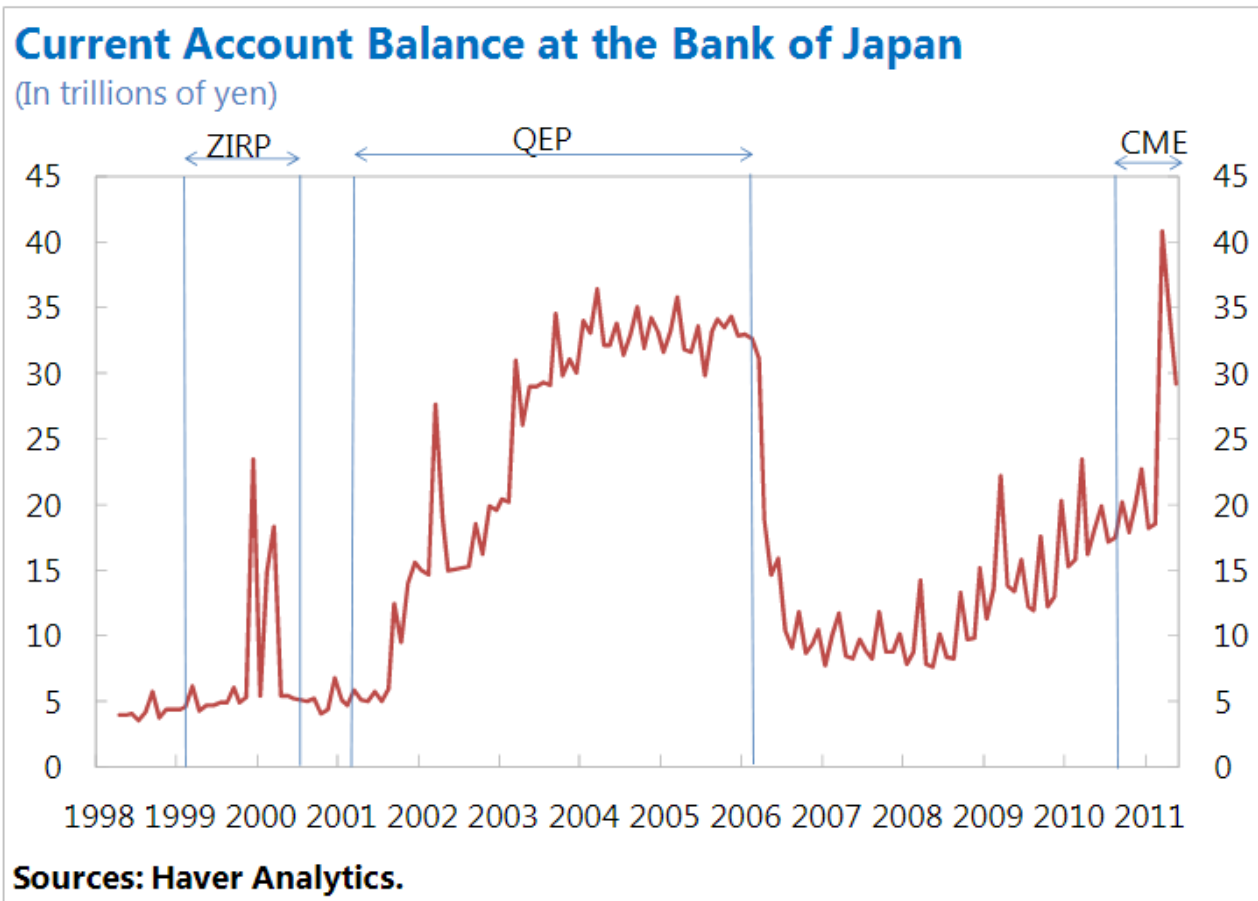


Figura 4 Quantitative Easing in Giappone nel periodo 2001-2011. ZIRP (Zero Interest Rate Policy) indica il biennio con tassi d'interesse ufficiali pari a zero, mentre QEP (Quantitative Easing Policy) indica il programma di acquisto del quinquennio 2001-2006. Fonti: Haver Analytics e FMI, 2012.

Studi riguardanti l'effettiva efficacia di tale programma indicano principalmente come vi sia stato un **calo dei tassi d'interesse a lungo termine** nonché delle **aspettative** degli agenti economici circa i tassi d'interesse futuri. Tuttavia, gli effetti sul livello generale dei prezzi sono stati praticamente nulli: il livello d'inflazione si è mantenuto stagnante per tutto il quinquennio. Una potenziale spiegazione deriva dal fatto che gli agenti economici si aspettassero che prima o poi il programma sarebbe stato interrotto con una corrispondente politica monetaria restrittiva: l'effetto inflazionistico dell'espansione della base monetaria è stato neutralizzato dall'effetto deflazionistico della futura contrazione della base monetaria attesa.

L'esperienza giapponese, dunque, è di primaria importanza per capire come la credibilità dell'impegno dichiarato della banca centrale sia fondamentale per guidare correttamente le aspettative degli agenti economici verso gli obiettivi di politica economica desiderati.

### Japanese Monetary Base and Price Level (CPI)

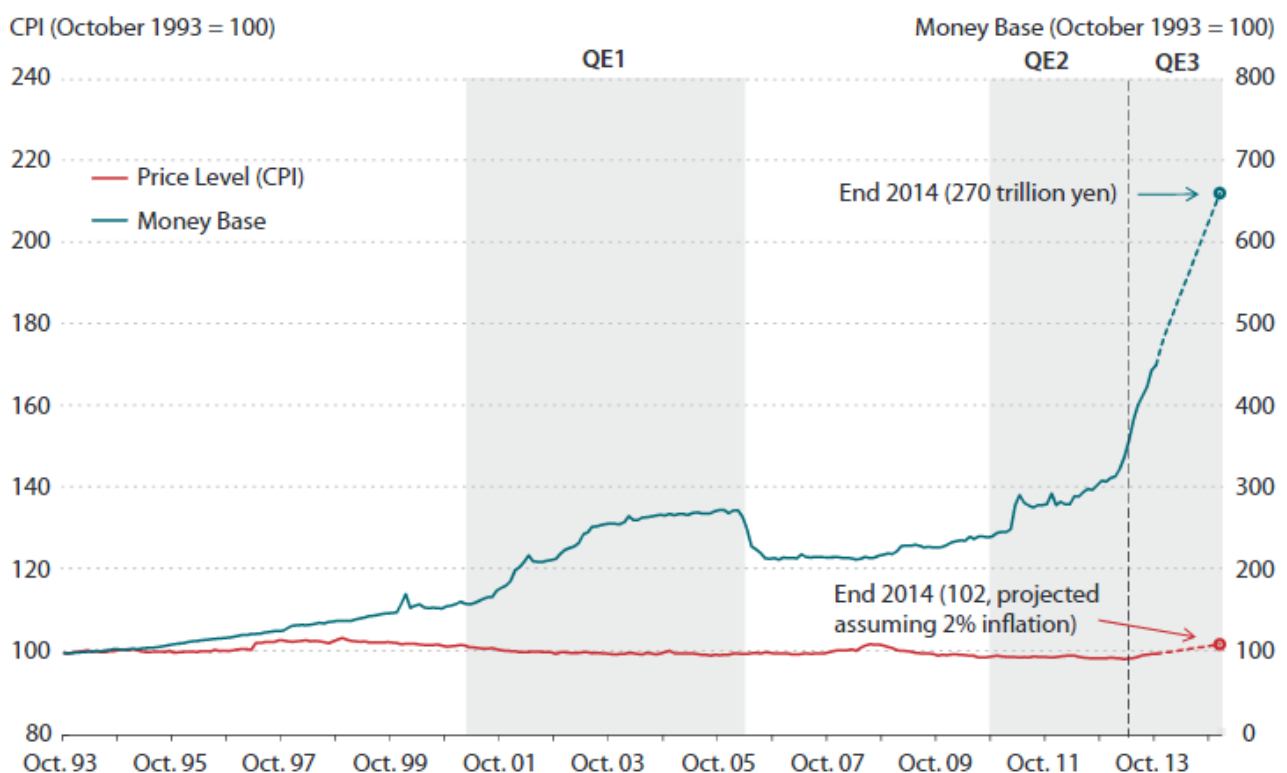


Figura 5 Inflazione e base monetaria in Giappone, 1993-2013. Fonte: BOJ, Hayer Analytics e Andolfatto e Li Li, 2014.

### La crisi del 2008 e la risposta delle autorità di politica monetaria

La crisi finanziaria scaturita dalla crisi dei mutui subprime nel mercato immobiliare statunitense ebbe un punto di svolta con il fallimento della Lehman Brothers (vedi

Box), la quarta banca d'investimento più grande operante sul mercato globale. Di conseguenza, nel tracciare una panoramica degli interventi di politica monetaria non convenzionali adoperati in risposta alla crisi si farà distinzione in due principali fasi: la prima è quella cosiddetta pre-Lehman, in cui le autorità di politica monetaria negli USA, Europa e Giappone misero in atto misure principalmente di contenimento e di assistenza temporanea alle banche che riscontrassero crisi di liquidità. La seconda fase è quella post-Lehman, in cui l'aggravarsi della crisi finanziaria e la conseguente recessione economica resero necessaria la messa in atto di politiche monetarie molto più incisive.

#### **Box 4: La crisi dei mutui americani e il fallimento di Lehman Brothers**

La crisi dei mutui subprime ebbe origine a fine 2006. Gli anni di politiche fiscali espansive favorite dall'era Reagan prima e Bush poi avevano aumentato a dismisura il tasso di indebitamento dei privati. Inoltre, una politica monetaria accomodante voluta dal Governatore della Fed Alan Greenspan unita a una progressiva deregolamentazione del mercato finanziario permise la concessione di crediti e mutui immobiliari spesso slegata dalla effettiva solvibilità del debitore. I mutui immobiliari venivano poi cartolarizzati mediante l'uso di contratti derivati (*Mortgage Backed Securities, Collateralized Debt Obligations*) che le banche giravano a risparmiatori, investitori e fondi pensioni. I flussi di cassa derivanti dal pagamento delle rate dei mutui immobiliari servivano, in questa ottica, a remunerare i detentori di tali contratti derivati. A loro volta, poi, le banche si rivolgevano alle compagnie assicurative per coprirsi (o per speculare) dal rischio di default dei mutui mediante la stipula di contratti di assicurazione (cosiddetti *credit default swaps* o CDS).

Questo meccanismo era in realtà estremamente opaco e spesso di difficile comprensione agli stessi operatori di Wall Street. La trasformazione dei mutui immobiliari in contratti derivati impediva una reale valutazione della rischiosità dei titoli stessi, che ottenevano quasi sempre un rating molto elevato (moltissimi titoli tripla A avevano come sottostante obbligazioni immobiliari i cui debitori non avevano un reddito fisso). Di conseguenza, le banche

avevano nei propri bilanci titoli con un elevatissimo rischio di credito e, a loro volta, le grandi compagnie di assicurazione erano enormemente esposte nel caso in cui il mercato immobiliare avesse cominciato a riscontrare insolvenze di chi aveva stipulato i mutui *subprime*.



Figura 6: Pignoramenti nel settore immobiliare USA, 2007-2009.

Con il rialzo dei tassi d'interesse, successe proprio questo. Molti cittadini americani non riuscirono a far fronte all'aumento - spesso spropositato - delle rate dei mutui. Con un tasso di default via via crescente, la svalutazione dei titoli oggetto dei mutui produsse enormi perdite per gli istituti di credito. Nel Marzo del 2008, la banca d'investimento *Bear Sterns* finì in bancarotta e fu rilevata per 2 dollari ad azione dalla *JP Morgan Chase*. Il 7 Settembre 2008 il Governo Americano annunciò il salvataggio e la nazionalizzazione di due agenzie finanziarie che gestivano il mercato dei mutui immobiliari (*Fannie Mae e Freddie Mac*), ridotte anch'esse al collasso dalla crisi del mercato immobiliare. Due giorni dopo la *Lehman Brothers* annunciò perdite record per 3,2 miliardi di dollari, e il prezzo delle sue azioni crollò. Il Governo Americano, in questo caso, cercò di far acquisire *Lehman Brothers* da parte di altre banche d'affari come *Barclays* e *Bank of America*. Tuttavia, il tentativo



Figura 7: Prezzo delle azioni *Lehman Brothers* 2005-08

non andò a buon fine, e il 15 settembre 2008 la *Lehman* dichiarò fallimento con un totale di 613 miliardi di indebitamento.

La bancarotta della *Lehman* scatenò il panico nei mercati finanziari globali. Il gigante assicurativo *AIG* aveva adesso l'obbligo di risarcire tutti coloro i quali avevano stipulato contratti derivati assicurativi (CDS) sul *default* dei titoli

obbligazionari. Per evitare un'altra bancarotta, il Governo Americano decise per il salvataggio di *AIG* mediante prestito di 85 miliardi di dollari e contestuale acquisizione delle azioni della società. Il collasso del sistema finanziario, tuttavia, fu scongiurato solo dopo l'approvazione del *TARP (Troubled Assets Relief Program)*, un piano con cui il Congresso USA autorizzò l'impiego di circa 700 miliardi di dollari per ripulire gli istituti di credito dai titoli tossici e riportare la fiducia nei mercati finanziari. Il piano, approvato il 3 Ottobre 2008, non riuscì però ad impedire la trasmissione della crisi finanziaria all'economia reale e la trasmissione della crisi economica al resto del mondo.

### Fase pre-Lehman (Agosto 2007 - Settembre 2008)

Come descritto in precedenza, questa fase si caratterizza per una notevole volatilità nella domanda di liquidità delle banche e una disfunzione del mercato interbancario: le banche cessarono di prestarsi liquidità tra loro, e i tassi d'interesse sul mercato interbancario raggiunsero livelli molto elevati (figura 8).

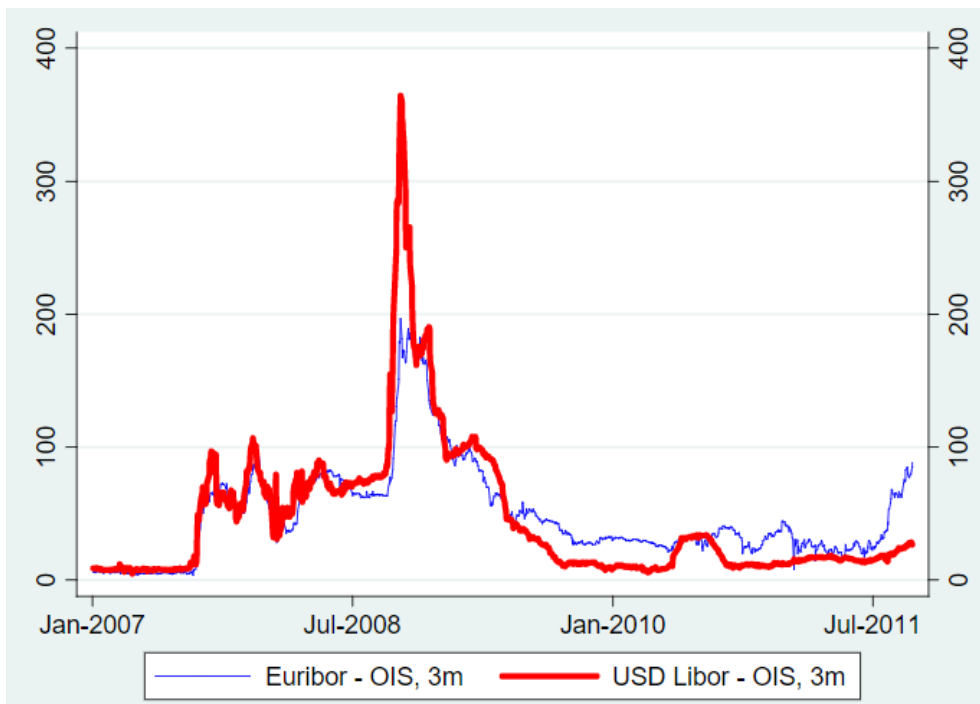


Figura 8: L'impennata dei assi d'interesse a breve termine sul mercato interbancario durante la crisi

La Banca Centrale Europea e la Federal Reserve cercarono quindi di arginare le disfunzioni sul mercato interbancario aumentando la liquidità a disposizione degli istituti bancari e nel contempo sterilizzando tali decisioni in modo tale da non aumentare la base monetaria.

Negli USA, la Fed adottò due misure (Term Discount Window Program e Term Auction Facility) con cui estese il tetto massimo della linea di credito d'emergenza per le banche in difficoltà e diminuì i costi connessi al ricorso di tale strumento. Il ricorso a queste misure, specialmente la seconda, fu molto ingente e raggiunse il picco di 500 miliardi di dollari dopo il crollo della Lehman Brothers (figura 9). Infine, per allentare le pressioni sul mercato secondario, la Fed adottò una serie di misure volte a scambiare titoli più illiquidi (cioè difficilmente scambiabili sul mercato secondario) con titoli di Stato americano (Term Security Lending Facility o TSLF e Primary Dealers Credit Facility o PDCF).

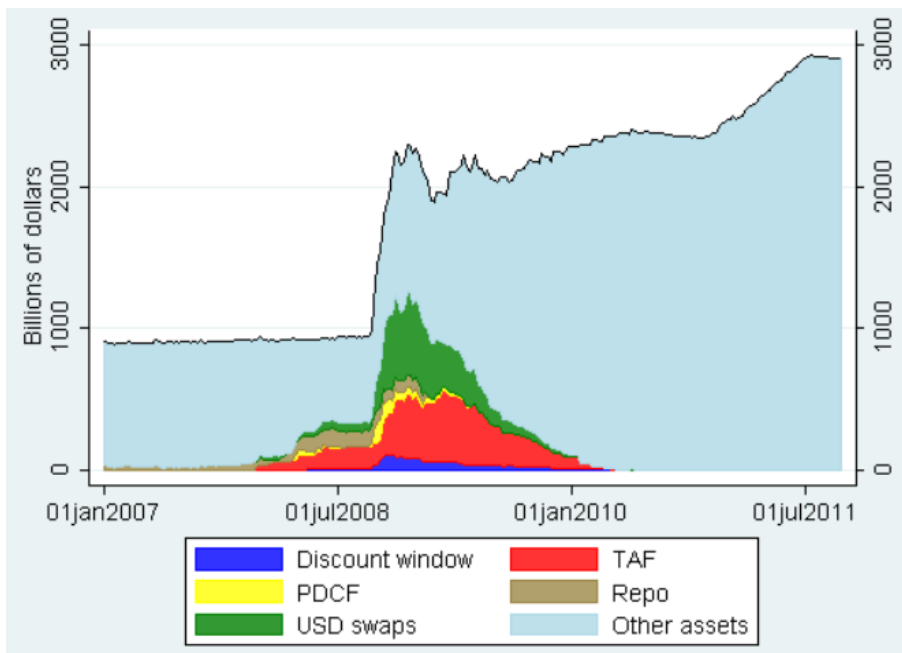


Figura 9: Misure non convenzionali della Fed nella fase pre-Lehman

La BCE, in questa prima fase, ricorse principalmente a misure che pur essendo eccezionali possono ricondursi nel *framework* operativo standard. A differenza della Fed, infatti, l'Eurosistema prevede un accesso diretto delle controparti bancarie alla liquidità della banca centrale e alle operazioni di rifinanziamento. Per far fronte all'aumentata richiesta di liquidità da parte delle banche, la BCE si limitò in questa fase ad aumentare sia la frequenza che l'ammontare di riserve assegnate nelle sue operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTROs). Per contrastare l'aumentata volatilità nella domanda di liquidità ci fu inoltre un più elevato ricorso alle operazioni di *fine tuning*<sup>2</sup>. Nel marzo 2008, dopo il collasso della banca d'investimento Bear Sterns e la crescita repentina nella volatilità dei tassi a breve termine sul mercato interbancario (specialmente l'EONIA), la BCE introdusse operazioni di rifinanziamento più a lungo termine (*supplementary long-term operations*) con scadenza 6 mesi.

Anche la Bank of England tentò di arginare la crisi finanziaria che colpì alcune istituzioni creditizie, principalmente la banca Northern Rock, con il ricorso a prestiti di emergenza. Tuttavia, le enormi perdite riscontrate nel portafoglio titoli dalla banca e il crollo delle azioni in borsa scatenarono ben presto una corsa agli sportelli da parte dei depositanti intimoriti per l'eventualità di un fallimento. Nel febbraio 2008 il Governo britannico optò dunque per la nazionalizzazione della banca.

<sup>2</sup> Le operazioni di *fine tuning* sono operazioni a mercato aperto di norma effettuate dalle banche centrali nazionali mediante aste veloci o procedure bilaterali. Mediante tali operazioni l'Eurosistema fa fronte a eventuali squilibri di liquidità ed evita che tali effetti si riverberino sui tassi d'interesse.



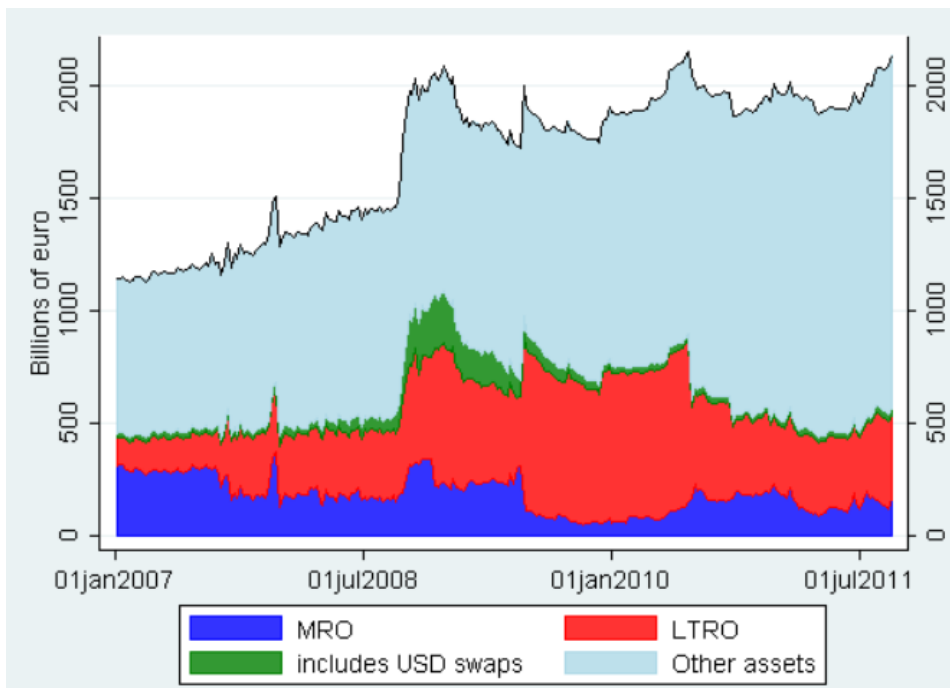


Figura 10 Misure della BCE nella fase pre-Lehman.

### Fase post-Lehman (settembre 2008 - dicembre 2009)

Come descritto nel Box 4, il collasso di Lehman Brothers provocò un immediato aggravarsi della crisi finanziaria che minacciava di contagiare l'intero sistema finanziario. Negli anni precedenti la crisi, infatti, la funzione di provvista del credito bancario si trovò ad essere progressivamente spostata verso un sistema non regolamentato in cui le istituzioni finanziarie accumularono profitti mediante un indebitamento estremamente elevato. L'uso di strumenti finanziari complessi, come i contratti derivati (ABS, CDO, MBS, ABCP, etc.), rese inoltre estremamente interconnessi i diversi segmenti del sistema creditizio americano, cosa che accelerò esponenzialmente il contagio e la trasmissione della crisi finanziaria.

La risposta delle autorità monetarie in questa fase fu differenziata a seconda del contesto. Mentre la Fed e la Bank of England si concentrarono maggiormente sull'acquisto di titoli obbligazionari, la Banca Centrale Europea e la Banca del Giappone ricorsero maggiormente al prestito diretto verso le banche.

### Stati Uniti

Nel novembre del 2008, la Federal Reserve intraprese una serie di misure, comunemente denominate QE1. Tali misure riguardarono sostanzialmente l'acquisto di titoli obbligazionari e di *mortgage-backed securities* (o MBS, cioè titoli derivati collegati ai mutui obbligazionari) emessi dalle agenzie governative (*government sponsored en-*

*terprise*)<sup>3</sup>. La somma iniziale immessa nel novembre 2008 per tali acquisti fu di 600 miliardi di dollari, ma nel marzo 2009 gli acquisti raggiunsero la cifra di 1.150 miliardi di dollari (tra cui 300 miliardi di titoli di Stato USA a lungo termine), una somma pari circa al doppio della base monetaria negli Stati Uniti. La figura 11 mostra l'espansione del bilancio della Federal Reserve dovuta al QE1 dovuto all'acquisto di MBS detenute dalle agenzie e all'acquisto di titoli di Stato (*treasuries*).

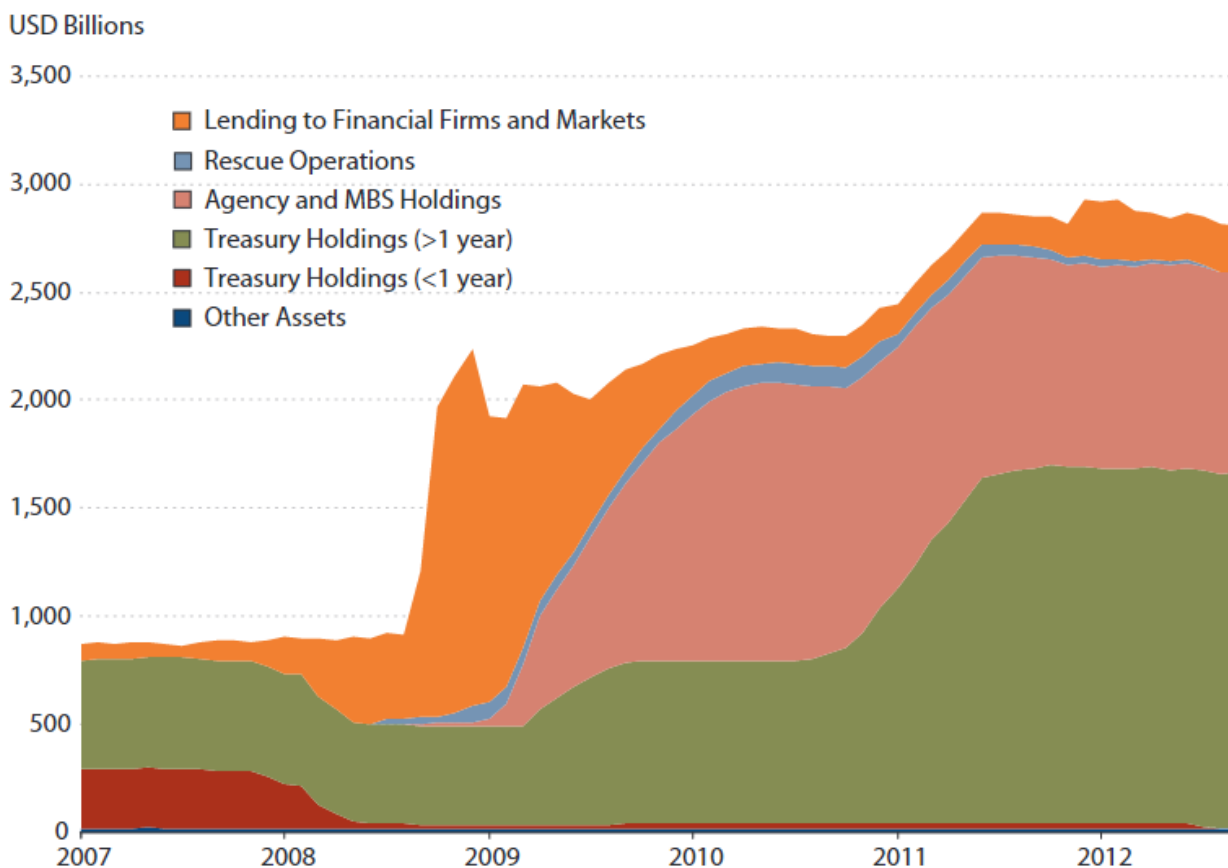


Figura 11: Attività della Federal Reserve all'indomani della crisi economica. Fonte Federal Reserve Statistical release e Fawley & Neely, 2013.

L'effetto principale di tali acquisti fu la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine sui titoli americani grazie alla riduzione del premio per il rischio, oltre alla sostanziale espansione delle riserve detenute dalle banche.

Inoltre, l'intervento della Fed - unito all'importante piano (TARP) messo a punto dal Congresso americano (vedi Box 4) - servì a salvare il sistema finanziario dal collasso e a mettere in sicurezza gli istituti di credito a rischio bancarotta. Tuttavia, l'economia

<sup>3</sup> Le GSE sono agenzie specializzate nei servizi finanziari e nella concessione del credito autorizzate e create dal Congresso USA. La loro funzione è quella di permettere l'accesso al mercato del credito in modo più rapido ed efficiente a determinati settori dell'economia (soprattutto nel settore immobiliare). Tali agenzie non erano esplicitamente garantite dallo Stato, tuttavia esse godevano di condizioni di finanziamento migliori perchè sussisteva la cosiddetta "garanzia esplicita" di salvataggio pubblico in caso di fallimento. Cosa che poi puntualmente avvenne con la crisi del 2008 e la nazionalizzazione delle due più importanti agenzie Fannie Mae e Freddie Mac.

reale soffrì le conseguenze della trasmissione della crisi finanziarie e le dinamiche dei prezzi e della crescita economica rimasero molto modeste. A metà del 2010, l'indice dei prezzi al consumo USA calò toccando l'1%. La Federal Reserve decise quindi di intervenire con un secondo pacchetto di misure (chiamato comunemente QE2), e nel novembre 2010 annunciò un acquisto addizionale di titoli di Stato americani per circa 600 miliardi di dollari allo scopo di riportare l'inflazione in linea con i livelli desiderati secondo il mandato della Fed. A seguito di tale intervento, la base monetaria aumentò ancora raggiungendo un livello pari a tre volte quello pre-crisi.

## *Europa*

In Europa, come accennato in precedenza, l'approccio delle autorità di politica monetaria fu meno incisivo. La Banca Centrale Europea, in risposta all'aumento dei tassi di interesse a breve termine sul circuito interbancario dovuti all'impennata del rischio di liquidità percepito, aumentò la provvista di liquidità per le banche attraverso i canali convenzionali. Il principale strumento di politica monetaria convenzionale della BCE è rappresentato dalle operazioni di rifinanziamento principale (MROs) che consistono nel prestito di liquidità diretto verso le banche e garantito da titoli di Stato (collateral). Tuttavia, mentre in periodi normali l'ammontare di liquidità destinato a tali operazioni è predeterminato dalla BCE, in risposta alla crisi la Banca Centrale mise a disposizione credito indefinito a seconda della domanda di liquidità delle banche ed a un tasso fisso (fixed-rate tender, full-allotment o FRFA). Tale tasso venne quindi tagliato dal 4.25 all'1 per cento a maggio 2009. Una misura di questo tipo viene anche definita di "credit easing endogeno" dal momento che è la domanda di liquidità a determinare l'offerta. Nonostante tali misure, il credito sul mercato interbancario stentò a ripartire. Nel maggio del 2009 la BCE rispose quindi introducendo nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine (12-months LTROs) e il programma di acquisto di obbligazioni garantite (in inglese Covered Bond Purchase Program o CBPP). Tale programma fu reso necessario dal momento che la bancarotta della Lehman ebbe gravi ripercussioni persino sul mercato delle obbligazioni garantite (che normalmente sono titoli a minore rischiosità). Il programma riguardò titoli per un totale di 60 miliardi (il 2.5% dei bond detenuti dalle banche). L'efficacia di tali misure fu tuttavia limitata e la rischiosità del credito percepita rimase elevata.

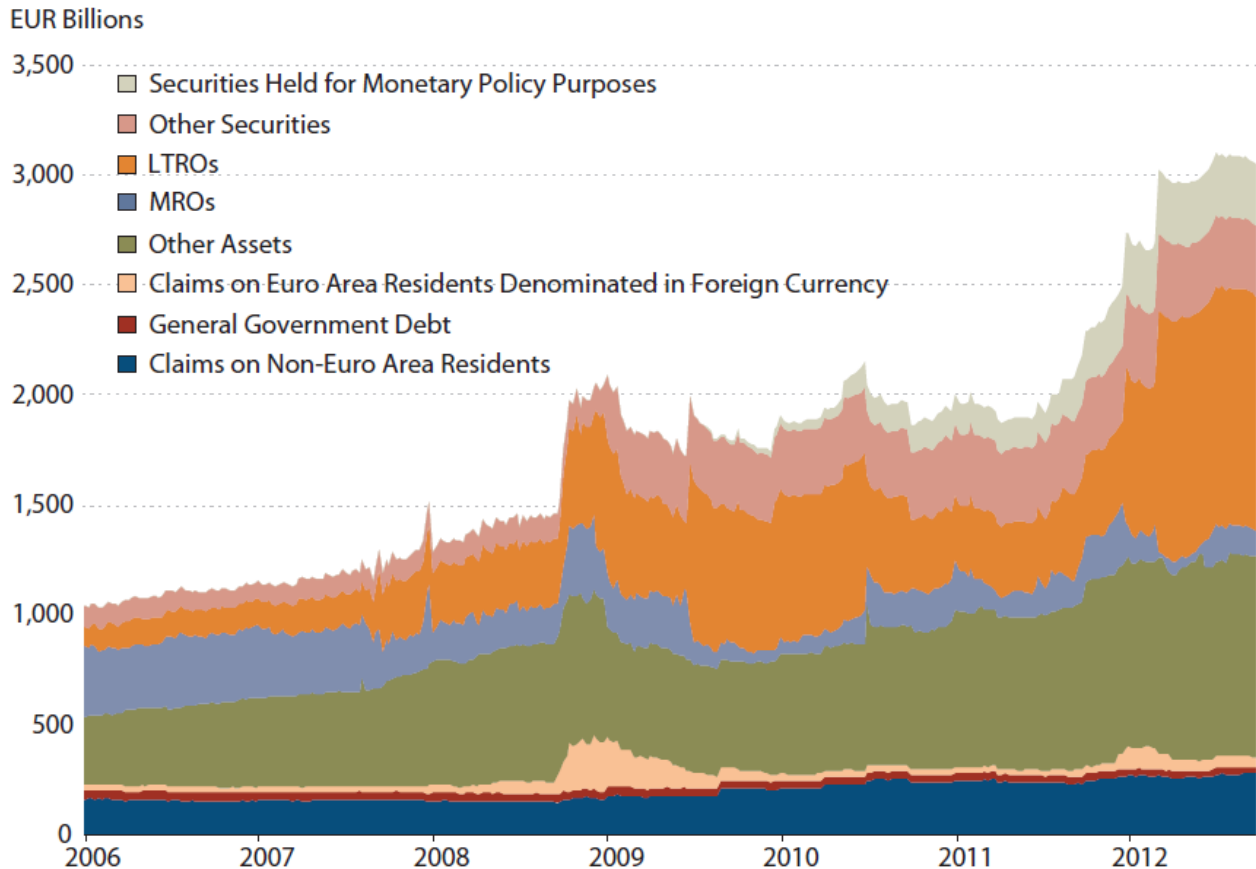


Figura 12: Attività della Banca Centrale Europea. Il grafico mostra l'impennata nelle operazioni di MROs e LTROs in corrispondenza dell'ottobre 2008.

### Gran Bretagna

La Banca d'Inghilterra, dal canto suo, provvede non solo a tagliare i tassi e ad aumentare la provvista di liquidità, ma a comprare attivamente titoli del settore privato. Nel 2009 il programma di acquisto di titoli venne gradualmente espanso fino a raggiungere la cifra di 200 miliardi di sterline. A differenza della BCE, la Banca d'Inghilterra non sterilizzò gli acquisti di titoli, ma al contrario aumentò la base monetaria che a fine 2014 raggiunse un livello quadruplo rispetto all'ammontare pre-crisi.

Il Giappone, dal canto suo, da dicembre 2008 iniziò a comprare titoli di Stato giapponesi per la prima volta dal programma di QE del 2001. Oltre all'acquisto di titoli di Stato, la Banca del Giappone (BoJ) attuò un programma di acquisto di titoli obbligazionari del settore privato per un totale di 4 miliardi di Yen. Anche in questo caso, l'intervento della autorità di politica monetaria servì prevalentemente a ridurre il rischio di liquidità nei mercati finanziari.

## Ripresa del QE (2010 - oggi)

Il periodo intercorso tra fine dicembre 2009 e luglio 2010 fu caratterizzato da un relativo miglioramento del clima economico-finanziario. Le autorità di politica monetaria ritirarono gradualmente i programmi di alleggerimento quantitativo (c.d. *tapering*), spesso sostituendoli con strumenti più convenzionali. Tuttavia, la crisi dei debiti sovrani dell'area euro unita alla scarsa ripresa economica e a una dinamica dei prezzi paurosamente vicina a livelli deflazionari fece sentire l'esigenza di un nuovo set di interventi di tipo non convenzionale.

### 5 Year-over-Year Headline Inflation

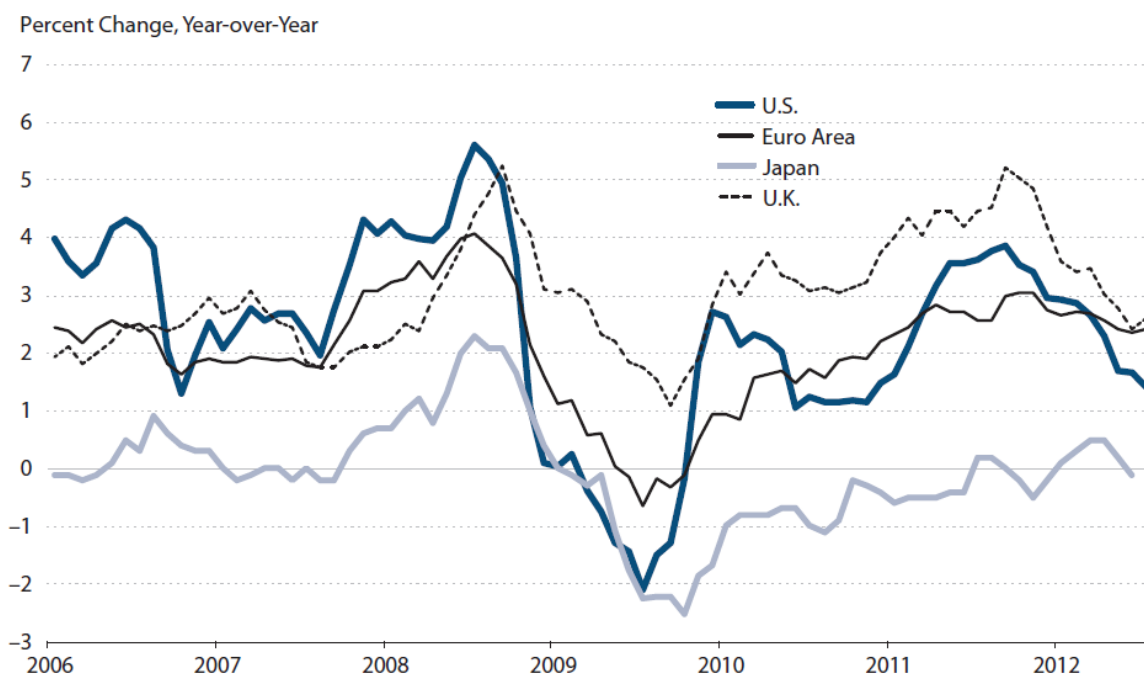


Figura 13: Inflazione nei principali contesti internazionali. Fonte: Fawley & Neely, 2013 e FMI.

### Stati Uniti: QE2 e QE3

Nel settembre 2010, la Federal Reserve annunciò l'intenzione di un nuovo ciclo di acquisto di titoli dovuto alle preoccupazioni che l'inflazione USA permanesse ben al di sotto dei livelli desiderati. A tal scopo, fu deciso l'acquisto fino a 600 miliardi di dollari di titoli di Stato USA. Il programma, denominato QE2, aveva l'obiettivo dichiarato di ridurre i tassi d'interesse a lungo termine e rilanciare l'inflazione. Nel corso del 2011, il livello dei prezzi crebbe oltre il 3%.

[controllo curva dei rendimenti]

A tale programma fece seguito a settembre 2012 il QE3. A differenza dei primi due programmi, quest'ultimo ebbe come obiettivo dichiarato l'acquisto di titoli ad un tasso prestabilito (e non ad una quantità prestabilita). L'ammontare prefissato fu dunque di 40 miliardi di titoli al mese e, a differenza dei programmi precedenti (e di quello euro-

peo) l'acquisto dei titoli fu condizionato non tanto al ristabilimento di una dinamica inflazionistica ottimale, quanto piuttosto al miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro. L'annuncio della Fed, infatti, specificò testualmente che il programma sarebbe continuato "fino a che le condizioni sul mercato del lavoro non siano migliorate in modo sostanziale".

### ***Unione Europea: Gli interventi in risposta alla crisi dei debiti sovrani***

Gli interventi non convenzionali nel contesto europeo furono una mossa dovuta all'aggravarsi delle condizioni macroeconomiche per via della crisi dei debiti sovrani riguardante molte economie dell'eurozona (Box 5).

#### ***Box 5: La crisi dei debiti sovrani del 2010-2011***

La crisi finanziaria del 2008-09 e il conseguente fallimento di Lehman Brothers ebbe gravi ripercussioni per gli istituti di credito europei. Molte banche, infatti, furono oggetto di interventi pubblici di sostegno molto onerosi, che contribuirono ad **aggravare gli squilibri di finanza pubblica** specie nei Paesi considerati più vulnerabili. Dopo tali interventi, l'area euro vedeva una contrapposizione tra economie dei paesi **core** (Germania in primis) con basso debito pubblico e deficit contenuto ed economie dei **paesi periferici** (Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia) con debito pubblico più elevato e/o deficit in rapida espansione.

La **grave situazione di dissesto dei conti pubblici** in Grecia rappresentò, nell'ottobre del 2009, il punto di inizio di una nuova crisi economica che - dopo quella appena passata - minacciò di travolgere l'intera eurozona. Le autorità fiscali e monetarie insieme (rappresentate dalla c.d. Troika ovvero Commissione Europea, Banca Centrale Europea e Fondo Monetario Internazionale) intervennero nel 2010 dapprima con un pacchetto di salvataggio di 110 miliardi di euro destinati alla **Grecia**. In seguito, stanziarono aiuti per 85 miliardi di euro destinati a ripianare le perdite del sistema bancario irlandese. Infine, nel maggio 2011 fu aperta assistenza finanziaria anche per il Portogallo, con un prestito di 78 miliardi di euro.

Tale crisi ebbe come effetto immediato la **restrizione del credito** concesso da parte degli intermediari verso imprese e famiglie. Tale irrigidimento fu caratterizzato sia dal rifiuto di accordare le richieste di credito che dall'appesantirsi delle condizioni dei finanziamenti, ove concessi. Inoltre, le misure di sostegno finanziario previste dalla Troika furono condizionate all'approvazione di misure fiscali restrittive (la c.d. **austerità**) da parte dei Governi. Se nelle intenzioni, tali misure sarebbero servite a riequilibrare le posizioni fiscali degli Stati maggiormente indebitati, nella realtà **la stretta fiscale provocò una nuova recessione**. Nel luglio del 2011, la crisi divenne particolarmente grave anche per Spagna ed Italia con l'innalzamento dei rendimenti dei titoli pubblici decennali che per il nostro Paese toccò il 7%.

L'Unione Europea intervenne quindi mediante il c.d. **fondo salvastati**, denominato Euro-

pean Financial Stability Facility (EFSF) con acquisti di titoli di Stato, prestiti e ricapitalizzazioni. Il fondo, tuttavia, dato l'ammontare limitato e i notevoli vincoli dal punto di vista politico non fu sufficiente a contrastare l'aggravarsi della crisi. A tal scopo, si resero dunque necessari interventi molto più incisivi da parte della Banca Centrale Europea.

In risposta a tale crisi, la BCE agì su due fronti. Da un lato, nell'ottobre 2011, introdusse una seconda serie di programmi di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP) e di operazioni di rifinanziamento a lungo termine per assicurare liquidità al circuito bancario. Dall'altro, visto il perdurare della crisi e il possibile contagio trasmesso ad economie più grandi come quelle di Italia e Spagna, nell'estate 2012 annunciò le Outright Monetary Transaction, ovvero un programma di acquisto di titoli di Stato a breve termine. L'effetto principale di tale misura fu il ridursi dei rendimenti sui titoli di Stato sul mercato secondario specie per i Paesi percepiti come maggiormente rischiosi (Spagna e Italia in primis). Tuttavia, se da un lato l'intervento della BCE servì a scongiurare una crisi che avrebbe coinvolto l'intera eurozona e messo a rischio la moneta comune, il livello dei prezzi continuò a scendere con il perdurare di situazioni recessive per molti Stati membri. Il Consiglio Direttivo della BCE, nel corso del 2014, è intervenuto sia per ridurre i tassi di interesse di riferimento a valori molto vicini allo zero, sia per inaugurare nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine (ABSPP, CBPP2, TLTRO). Le prospettive di inflazione, tuttavia, sono rimaste su livelli molto inferiori a quelli previsti dal mandato (di un'inflazione cioè "inferiore ma prossima al 2%"). Per tali ragioni, il Consiglio ha aumentato l'entità degli acquisti di titoli pubblici fino a raggiungere nel 2016 un livello di 80 miliardi di euro al mese (Expanded Asset Purchase Programme, APP), includendone tra le attività acquistabili anche i titoli emessi da società non bancarie (il cosiddetto Corporate Sector Purchase Programme, o CSPP).

## *Giappone*

Nell'ottobre del 2010, la Bank of Japan annunciò un intervento di acquisto titoli (APP) come parte di una politica monetaria onnicomprensiva. Tale politica riguardò essenzialmente tre misure:

- 1) abbassamento del tasso di rifinanziamento overnight fino allo 0-0,10% (Zero Interest Rate Policy, o ZIRP).
- 2) chiarezza nel comunicare le condizioni in cui tale politica sarebbe stata ritirata
- 3) messa in atto dell'APP con conseguente acquisto di titoli sia privati che pubblici.

L'intervento delle autorità monetarie giapponesi fu dunque differente nelle finalità rispetto a quello europeo e statunitense, dal momento che il focus fu sulla riduzione dei

rendimenti sui titoli del settore privato, più che del settore pubblico (i rendimenti sui titoli di Stato giapponesi erano infatti già piuttosto bassi).

<qui box su abenomics>

## Gli sviluppi recenti nell'area dell'euro e i limiti del Quantitative Easing

Come abbiamo potuto constatare in questa disamina degli interventi non-convenzionali nei vari contesti, tali programmi non sempre raggiungono lo scopo prefissato, specialmente se la politica monetaria non viene accompagnata da politiche fiscali coordinate e coerenti. Gli interventi sul sistema bancario e l'aumento della base monetaria possono essere non sufficienti - da soli - ad innescare una ripresa dei prezzi e dell'attività economica, specie se le aspettative di inflazione continuano ad essere molto basse per un periodo prolungato di tempo. A tal riguardo, il contesto europeo - a differenza di quello statunitense - è sicuramente quello per cui la ripresa economica e la dinamica dei prezzi ha stentato maggiormente a reagire nonostante gli interventi di politica monetaria. Mentre gli Stati Uniti hanno iniziato un progressivo ritiro dalle politiche monetarie ultraespansive (il c.d. *tapering*) aumentando progressivamente i tassi d'interesse ufficiali, in UE la fine del Quantitative Easing è ancora lontana. Negli ultimi anni, e in particolar modo nel secondo semestre del 2014, il prezzo del petrolio è calato drasticamente, in virtù sia dell'aumentata offerta e capacità produttiva di greggio a livello mondiale, sia del calo della domanda dovuta al rallentamento della crescita congiunturale da parte di molti Paesi emergenti e della migliore efficienza di quelli industrializzati. Il crollo del prezzo del petrolio e delle materie prime ha causato così una brusca frenata dell'inflazione. A corredo di ciò, il quadro macroeconomico nell'area euro ha dovuto fronteggiare nuove incertezze generate dalle difficoltà nei negoziati relativi al debito greco e dalle preoccupazioni relative alle fragilità riscontrate dal sistema bancario.

Come accennato nella precedente sezione, la BCE continuò a intervenire sia mediante la riduzione dei tassi di interesse ufficiali (che hanno toccato per il *deposit facility* un tasso negativo pari a -0.40%) e dell'espansione dell'Asset Purchase Programme (APP) che mediante nuove operazioni di rifinanziamento mirate (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO2) da effettuarsi a metà 2016.

Gli effetti sul panorama economico-finanziario di tali interventi sono riassumibili in:

- **Effetti sui tassi d'interesse:** progressiva riduzione dei tassi d'interesse a brevissimo termine che si sono appiattiti su livelli vicini a quello sulla *deposit facility*. Analoga riduzione ha riguardato il tasso d'interesse sui depositi interbancari a tre mesi (EURIBOR) che ha toccato livelli negativi.



- **Effetti sull'inflazione attesa:** iniziale aumento delle aspettative di inflazione e successivo calo sia di quella a lungo che di quella a breve termine.
- **Effetti sul tasso di cambio:** l'euro si è dapprima deprezzato verso il dollaro in virtù del programma di acquisto, per poi tornare ad apprezzarsi
- **Effetti sui prestiti bancari:** graduale crescita dei prestiti nonostante un quadro macroeconomico ancora incerto. Tale crescita è attribuibile sia a una ripresa della domanda stimolata dai bassi tassi d'interesse, sia da criteri meno restrittivi nella concessione dei finanziamenti.

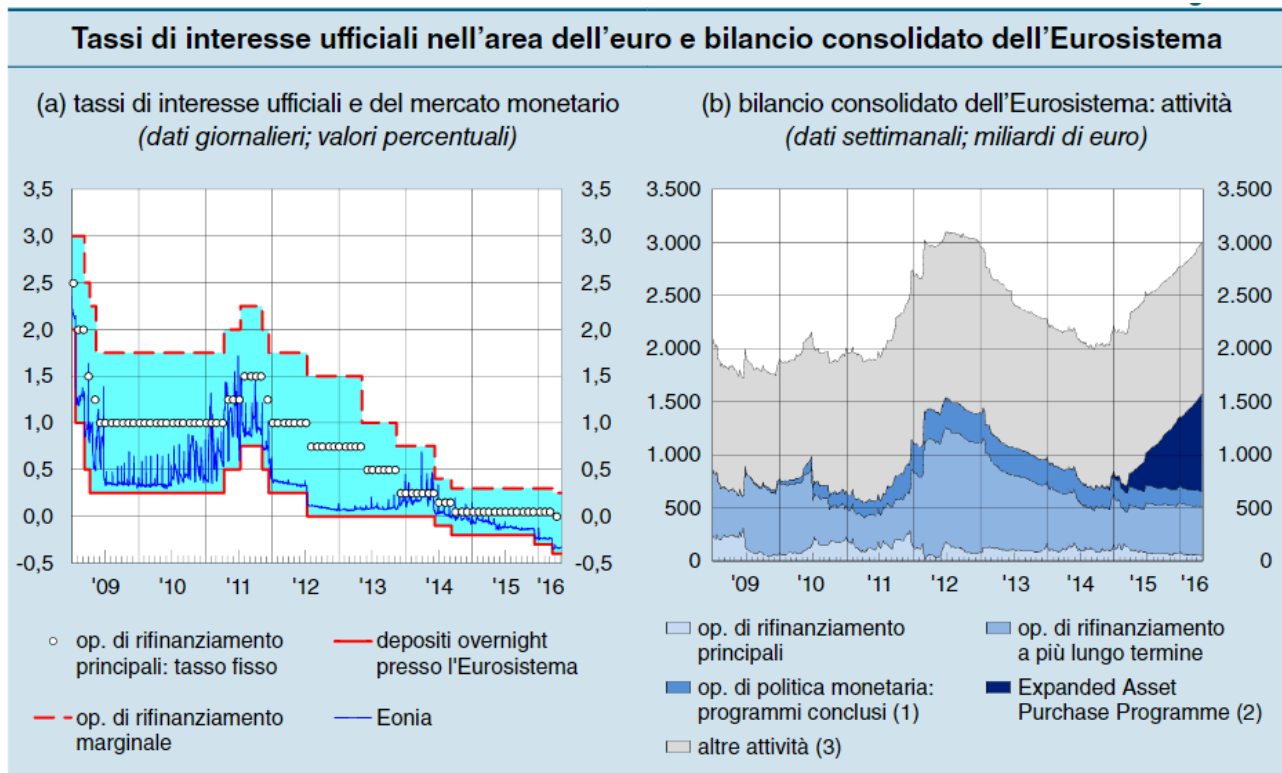


Figura 14: Tassi d'interesse ufficiali e bilancio dell'Eurosistema, Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale sul 2015.

Accanto a tali effetti, vi è tuttavia da tener presente che una politica monetaria ultra-espansiva e così prolungata nel tempo può dar luogo ad effetti indesiderabili e distortivi o che comunque rientrano tra gli obiettivi preposti al momento della loro adozione.

### 1. Disallineamento tra i prezzi dei titoli e i loro fondamentali.

I programmi di acquisto, come abbiamo visto, hanno come effetto la riduzione dei rendimenti delle obbligazioni acquistate e il contestuale aumento del prezzo. Per attività finanziarie ancora più rischiose, come le azioni, l'effetto di un aumento del prezzo può essere tale da non essere più indicativo di quelli che sono i fondamentali delle imprese emittenti. Tale disallineamento potrebbe, a sua vol-

ta, causare vere e proprie bolle speculative sui prezzi di tali assets, con potenziali rischi per l'economia. La presenza di un tale effetto è stata oggetto di recente di alcuni studi economici<sup>4</sup>, che non hanno però riscontrato scostamenti significativi tra il prezzo corrente degli assets e i loro fondamentali.

## **2. Effetti negativi per la redditività bancaria e per le assicurazioni**

Se da un lato, come abbiamo visto, grazie al QE le banche possono usufruire di liquidità a basso costo e concedere prestiti più favorevoli a famiglie e imprese, dall'altro esso può avere effetti negativi sulla loro redditività. Con tassi d'interesse prossimi allo zero, o addirittura negativi, le banche vedono restringere i propri margini d'interesse e a loro volta scaricano tassi negativi anche sui depositi della clientela, con una conseguente perdita netta per i correntisti. Per quanto riguarda le assicurazioni, il discorso è analogo. Molte agenzie assicurative e fondi pensione operano sul mercato dei titoli di Stato per corrispondere alla clientela un tasso d'interesse positivo, ancorché minimo. Con la politica di tassi d'interesse negativi anche i rendimenti sui titoli di Stato (specialmente quelli a breve termine) si trovano ad essere prossimi allo zero, se non negativi. In tal caso, per ottenere rendimenti più elevati, i fondi sono costretti a rivolgersi a mercati più rischiosi in cerca di un rendimento maggiore o a sopportare una ridotta redditività nei propri margini operativi.

## **3. Distorsioni nella distribuzione della ricchezza**

Alcuni critici del QE mettono in risalto come l'acquisto delle attività finanziarie produce un incremento del valore di titoli come azioni e obbligazioni che sono normalmente possedute da una fetta di popolazione già abbiente. Tale porzione di popolazione vede - mediante l'effetto ricchezza - un miglioramento netto delle proprie condizioni economiche. Al contrario, la fetta di popolazione meno ricca vede di fatto diminuire la propria remunerazione del risparmio investito, a causa del calo dei tassi d'interesse. In virtù di ciò, le politiche monetari non convenzionali andrebbero così a distorcere la distribuzione della ricchezza, aumentando la disuguaglianza. I primi studi empirici non hanno raggiunto tuttavia un consenso circa tali effetti redistributivi. Circa l'Italia, uno studio recente mostra come pur essendoci un leggero incremento della disuguaglianza nel breve periodo, tale effetto verrebbe compensato da effetti in senso contrario che intervengono nel medio termine (maggiore crescita economica e occupazionale in primis)<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> S. Cecchetti e M. Taboga (2017), *Assessing the risks of asset overvaluation: models and challenges*. Banca d'Italia Temi di Discussione

<sup>5</sup> M. Casiraghi, E. Gaiotti, L. Rodano and A. Secchi (2016), *A "reverse Robin Hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households*, Banca d'Italia Temi di discussione No 107

#### **4. QE insufficiente senza coordinamento delle politiche fiscali**

L'altro grande limite del Quantitative Easing è sicuramente rappresentato dal fatto che la sua efficacia risulta assai limitata in assenza di un "ancoraggio fiscale", di politiche cioè da parte dei Governi che possano coadiuvare lo sforzo delle banche centrali nella direzione di una ripresa dei prezzi e dell'occupazione. Questa mancanza di coordinazione è evidente nel contesto europeo, dove a fianco della Banca Centrale Europea non vi è una governance fiscale comune (o coordinata) che possa dare un contributo agli sforzi di politica economica. L'area euro è caratterizzata da Paesi ad elevato debito pubblico o con elevati disavanzi fiscali (per i quali politiche fiscali espansive sono spesso di difficile attuazione) e Paesi a basso debito pubblico con crescita economica stabile (e quindi non interessati a politiche fiscali espansive). In tale contesto, è evidente come la mancanza di coordinamento nelle politiche e di una visione comune risulta essere molto limitante e spesso arriva a vanificare gli sforzi messi in campo delle autorità monetarie.

<conclusioni>