



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in
Economia e commercio

**LE POLITICHE DI ALLEGGERIMENTO
QUANTITATIVO**

QUANTITATIVE EASING

Relatore

Rapporto Finale di: Animobono Daniele

Prof. Giulia Bettin

Anno Accademico 2018/2019

INDICE

| | |
|--|----|
| Introduzione..... | 4 |
| Capitolo 1 Prime applicazioni del quantitative easing..... | 7 |
| 1.1 Descrizione del quantitative easing..... | 7 |
| 1.2 Quantitative easing della Federal Reserve..... | 7 |
| 1.3 Quantitative easing della Bank of England..... | 10 |
| Capitolo 2 Le misure della BCE..... | 13 |
| 2.1 Le misure non convenzionali della BCE..... | 13 |
| 2.2 Quantitative easing della BCE..... | 17 |
| 2.3 Modalità di acquisto titoli..... | 19 |
| 2.4 Trasmissione della politica monetaria..... | 20 |
| Capitolo 3 Conseguenze della manovra..... | 25 |
| 3.1 Effetti sui mercati dei titoli e sui tassi di interesse bancari..... | 25 |
| 3.2 Effetti della manovra sulle variabili macroeconomiche..... | 27 |
| 3.3 Rischi della manovra..... | 29 |
| 3.4 Strategie di rientro..... | 31 |
| 3.5 Nuove indicazioni di politica monetaria..... | 33 |

| | |
|-------------------|----|
| Conclusioni..... | 35 |
| Bibliografia..... | 36 |
| Sitografia..... | 39 |

INTRODUZIONE

La crisi mondiale iniziata nel 2007, e scoppiata definitivamente nel 2008 con il fallimento della *Lemhan Brothers*, ha messo a dura prova l'economia di molti Stati, causando un aumento del debito sovrano, della disoccupazione e un decremento dell'inflazione. La risposta alla crisi almeno inizialmente non è stata la stessa per tutti: gli Stati Uniti e l'Inghilterra hanno fin da subito adottato una politica monetaria piuttosto espansiva, mentre in Europa ad una politica monetaria espansiva si è affiancata una politica fiscale rigorosa, tanto da essere definita con il termine *austerity*.

Il *quantitative easing* (QE) fu applicato, come risposta alla crisi, prima dalla Federal Reserve (FED) degli Stati Uniti d'America, seguiti dalla Bank Of England dell'Inghilterra (BOE) ed infine dalla Banca Centrale Europea (BCE).

L'elaborato in questione vuole spiegare come questa misura in diversi Paesi del mondo abbia agito per contrastare la crisi economica mondiale.

Nel primo capitolo si analizzerà il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, il *quantitative easing* degli Stati Uniti e dell'Inghilterra e i loro relativi effetti sull'economia dei rispettivi paesi.

Nel secondo capitolo, il focus si concentrerà sull'analisi dell'alleggerimento quantitativo adottato dalla Banca Centrale Europea e, nel terzo capitolo verranno

tratte le conclusioni e analizzate le conseguenze di questa politica monetaria in Europa, in termini di inflazione, disoccupazione, crescita del prodotto interno lordo (PIL) oltre che agli effetti sui mercati finanziari.

Capitolo 1

PRIME APPLICAZIONI DEL QUANTITATIVE EASING

1.1 DESCRIZIONE DEL QUANTITATIVE EASING

Il *quantitative easing*, in italiano “alleggerimento quantitativo”, è una misura non convenzionale che è stata adottata dalle Banche Centrali.

Questo è uno strumento che permette alle Banche Centrali di acquistare titoli di Stato nei mercati, creando nuova base monetaria, per favorire la ripresa dell’economia e, nel caso della BCE e della BOE, ristabilire un tasso di inflazione pari o prossimo al 2%.

Il QE è stato adottato dapprima dagli Stati Uniti, seguiti successivamente dall’Inghilterra e solo nel 2015, dalla Banca Centrale Europea.

1.2 QUANTITATIVE EASING DELLA FEDERAL RESERVE

Gli Stati Uniti sono stati i primi a programmare una politica basata sul *quantitative easing*.

L’alleggerimento quantitativo degli stati uniti è stato diviso in più fasi, precisamente in tre, denominate QE1, QE2, QE3.

Il 25 novembre 2008 la FED lanciò il programma QE1, con l'acquisto di "*Mortgage-Backed Security*" (MBS) e "*Government-Sponsored Enterprises*" (GSEs). Il primo round prevedeva l'acquisto di \$100 miliardi di GSEs e \$500 miliardi di MBS. Il 18 marzo 2009 la FED incluse negli acquisti anche \$300 miliardi di "*Treasuries*". Gli acquisti furono interrotti all'inizio del 2010, dal momento che l'economia statunitense stava riprendendosi.

Il QE2 lanciato il 2 novembre 2010 con l'operazione "*Twist*", a seguito del peggioramento delle condizioni economiche, prevedeva un ritmo di acquisto di \$75 miliardi al mese per un totale di \$600 miliardi di "*Treasuries security*". L'obiettivo era quello di promuovere una più forte ripresa dell'economia e garantire un tasso di inflazione coerente nel tempo. È stato anche annunciato che la FED avrebbe rivisto e ridimensionato il proprio programma alla luce delle informazioni raccolte.

Un terzo *quantitative easing* (QE3) fu attuato il 13 Settembre del 2012, quando la FED decise di lanciare un programma di acquisto di titoli pari a 40 miliardi di dollari al mese non specificando la data di fine delle tranche, per sostenere i mercati ipotecari e creare condizioni più favorevoli all'economia.

Il principale effetto nell'acquisto dei titoli è stato quello di aumentarne il prezzo e diminuirne il rendimento, inducendo gli operatori a cambiare il proprio portafoglio dei titoli.

Il QE 1 è stata una mossa inaspettata da parte dei mercati. Il suo effetto è stato significativo, nel momento dell'annuncio nel novembre 2008 si è registrata una diminuzione dei tassi di interesse compresa tra i 2 punti base per i Treasuries a 2 anni e gli oltre 40 punti base per le MBS e GSEs.

Le azioni della Federal Reserve hanno avuto significative conseguenze sull'andamento dell'economia reale. Le politiche della Fed sembrano aver avuto successo nell'evitare che gli Stati Uniti scivolassero in una situazione simile alla Grande Depressione. Alcune analisi condotte da Baumister e Benati (2013), stimano che senza le operazioni di QE si sarebbe verificata una performance dell'inflazione chiaramente peggiore, arrivando a toccare il -1% nel corso del 2009, così come il PIL sarebbe arrivato a perdere circa 10 punti percentuali nel primo trimestre 2009. Nello scenario più negativo, il crollo del PIL avrebbe potuto raggiungere il 20% e l'inflazione sarebbe potuta rimanere in territorio negativo per un periodo di tempo più elevato. Il programma ha avuto un effetto anche sul fronte della distribuzione della ricchezza, come poi avvenne durante il QE della BCE. Gli acquisti di titoli hanno fatto crescere i prezzi delle attività finanziarie favorendo i possessori di essere.

Nelle conferenze del 29 e 30 gennaio 2019, la FED ha annunciato una normalizzazione del proprio bilancio e un ridimensionamento del programma di *quantitative easing* entro la fine del 2019, portando a scadenza i titoli acquistati. Tuttavia quello che ancora non è stato chiarito è quale misura e direzione

prenderanno i tassi interbancari, complice un'incertezza sulle condizioni economiche future da cui dipenderà un eventuale mossa della Banca centrale.

1.3 QUANTITATIVE EASING DELLA BANK OF ENGLAND

Dopo un lungo periodo di recessione economica, la Bank Of England lanciò un programma di acquisto titoli a partire da Marzo 2009, chiamato “*Asset Purchase Facility*”. Secondo questo programma, venivano acquistati “*corporate bonds*” e “*gilts*” per incrementare l'attività economica e riportare l'inflazione al target del 2%. Per quanto riguardano i primi, la BOE acquistò solo obbligazioni di società del Regno Unito che diedero un contributo all'economia inglese, mentre i *gilts* acquistati furono quelli con scadenza a breve, medio e lungo termine nel mercato secondario.

A partire dal marzo 2009 quindi, la Banca d'Inghilterra iniziò l'acquisto di circa £165 miliardi di attività a settembre 2009 e circa £175 miliardi di attività entro la fine di ottobre 2009. Nel corso della riunione del novembre del 5 novembre 2009, il comitato di politica monetaria (MPC) ha votato per aumentare di £25 miliardi al mese gli acquisti totali di attività, arrivando a £200 miliardi. Il 5 Luglio 2012 la BOE ha aumentato l'acquisto di titoli di altri £50 miliardi, passando ad un totale di £375 miliardi, fino ad arrivare a £ 435 nel corso del 2016.

Gli acquisti sono continuati fino al 2019, arrivando a £9.648 milioni per i *corporate bonds* e £434.985 milioni per i *gilts*.

Il QE della BOE prevedeva l'acquisto di bond governativi, fondi pensione e assicurazioni così da attuare un piano di redistribuzione della moneta da parte delle banche all'economia reale, ad esempio concedendo più prestiti o investendo in obbligazioni societarie, il tutto per tornare ad un tasso di inflazione prossimo al 2%, obiettivo dichiarato della BOE.

Capitolo 2

LE MISURE DELLA BCE

2.1 Le prime misure non convenzionali della BCE

Allo scoppio della crisi nel 2007, la BCE, a differenza della FED o della BOE, non ha perseguito immediatamente una politica monetaria espansiva ampliando il proprio bilancio, ma si è limitata ad attuare interventi sui tassi di interesse come principale strumento di contrasto alla crisi. La prima risposta della BCE fu quella di fornire al sistema monetario tutta la liquidità di cui aveva bisogno ad un tasso di interesse fisso, pari a quello delle operazioni di rifinanziamento principali, fornendo così alle banche circa €95 miliardi di liquidità. Tale operazione prese il nome di *fixed rated full allotment* (FRFA).

A seguito del fallimento della Lehman Brothers nel 2008 e dell'intensificarsi della crisi la BCE, l'8 Ottobre 2008, ha risposto con una riduzione del tasso di interesse di politica monetaria di 50 punti base, per poi portarlo tra il 2008 e il 2009, a circa 325 punti base in meno, cioè all'1%. Ha introdotto nello stesso mese una serie di misure non convenzionali di sostegno al credito, oltre all'FRFA.

Le principali sono:

- estensione della lista di attività accettate come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento principale in modo tale da agevolare l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema. Le banche potevano utilizzare una quota più

ampia delle loro attività per ottenere liquidità. Così si è passati da 140 istituti di credito a circa 2000;

- la BCE ha deciso di introdurre operazioni di rifinanziamento principale a lungo termine (ORLT) con scadenza prolungata a tre, sei e successivamente a dodici mesi. Con tale operazione ci si proponeva di migliorare la posizione di liquidità delle banche e contribuire a mantenere i tassi di interesse del mercato monetario a termine su un livello più basso.

Nel 2010 però sono apparse tensioni sui mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro soprattutto con la crisi della Grecia. I differenziali tra i titoli di Stato decennali di alcuni paesi dell'area dell'euro hanno iniziato ad aumentare rispetto a quelli tedeschi. Il 9 e il 10 maggio è stato varato un pacchetto di misure fra cui un deposito europeo per la stabilità finanziaria chiamato *European Financial Stability Facility* (EFSF) da circa 750 miliardi di euro.

Tuttavia, negli anni compresi tra il 2009 e il 2012 si assistette ad una politica di bilancio espansiva della BCE, non ancora ai livelli di un QE dati i bassi volumi di acquisto. Le principali misure furono:

- *Security Market Programme* (SMP);
- *Covered Bond Purchase Programme 1* (CBPP1);
- *Covered Bond Purchase Programme 2* (CBPP2).

Tutte queste misure corrispondono ad acquisti di attività da parte della BCE. Il SMP è stato introdotto il 10 maggio 2010 a seguito delle tensioni

riscontrate in alcuni mercati dei titoli. Questo programma consiste nell'intervento da parte dell'Eurosistema nei mercati dei titoli di debito pubblici per assicurare lo spessore e la liquidità necessaria nei segmenti che presentano disfunzioni e ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Questo acquisto deve essere fatto rigorosamente nel mercato secondario, in quanto la BCE non può finanziare direttamente gli Stati membri.

Il CBPP1 consiste in un programma di acquisto di obbligazioni garantite ed è stato implementato dalla BCE nel periodo compreso tra il 2 luglio 2009 e il 30 giugno 2010. Lo scopo di questo programma era quello di supportare un segmento di mercato finanziario specifico. Questo programma terminò quando si raggiunse la quota di 60 miliardi di obbligazioni acquistate, il 30 giugno 2010.

Il CBPP2 iniziò il 3 novembre 2011 quando la BCE varò un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite. Il programma prevedeva l'acquisto di €40 miliardi al mese di *covered bonds* nel mercato secondario, detenuti fino alla scadenza. Il programma è poi terminato nel 31 ottobre 2012 quando ha raggiunto un valore nominale totale di 16.4 miliardi di euro. Il 26 luglio dello stesso anno nel famoso discorso di Mario Draghi alla *Global Investment Conference* di Londra, in cui dichiarò che "*the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe in*

me, it will be enough”¹. Dopo questo discorso, la BCE avrebbe dovuto dichiarare l’avvio del programma di *Outright Monetary Transaction* (OMT), ma ciò non fu in quanto nel momento stesso del discorso, i mercati reagirono come se già fosse in atto.

Le ultime misure non convenzionali prima del QE, furono annunciate il 24 aprile 2014 dal presidente della BCE Mario Draghi, e consistettero nel *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTROs) e nell’abbassamento del tasso d’interesse sui *deposit facility* della BCE al -0.10% (con effetto dall’11 giugno 2014) in modo da trasmettere tutta o gran parte della liquidità all’economia reale. Va osservato che le misure attuate negli anni furono tutte misure che prevedevano una politica di bilancio espansiva, ma che non ampliarono mai la base monetaria e soprattutto alcune di esse prevedevano una corrispondente sterilizzazione ritirando così la moneta appena messa in circolo attraverso vendite di corrispondenti valori di titoli o consentendo alle banche di aprire depositi a tempo determinato presso la Banca Centrale.

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

2.2 *Quantitative easing* della BCE

Dopo 6 anni dalla Fed, e dopo qualche anno dalla BOE, anche la Banca Centrale Europea attuò un intervento massiccio sui mercati, immettendo liquidità senza sterilizzazione e diventando di fatto prestatore di ultima istanza. In un contesto di ulteriore peggioramento delle prospettive per i prezzi, il Consiglio ha valutato la possibilità di estendere parte degli acquisti già effettuati in precedenza ai titoli pubblici. Questa decisione è stata presa dopo l'evidenza che l'andamento della domanda aggregata non solo manteneva bassi livelli di inflazione, ma generava anche una spirale deflattiva. Tre anni dopo il discorso di Mario Draghi alla *Global Investment Conference*, si assistette al lancio del programma di alleggerimento quantitativo.

Nel gennaio del 2015 la BCE introdusse una serie di programmi di acquisto di titoli chiamato "*Expanded asset purchase programme*" (EAPP). Questo programma comprendeva il *Covered bond purchase programme 3* (CBPP3), l'*Asset-backed securities purchase programme* (ABSPP) il *Public sector purchase programme* (PSPP) e il *Corporate sector purchase programme* (CSPP). L'inizio del QE avvenne il 9 marzo 2015, con il PSPP. La BCE, con tale programma, si è prefissato di acquistare titoli di stato ad un ritmo di 60 miliardi al mese fino a settembre 2016 per un totale di 1140 miliardi di cui 900 miliardi in titoli di stato. Fin dall'inizio, era stata annunciata la possibilità

di prolungare la manovra fin tanto che non si fosse raggiunto un tasso di inflazione coerente con l'obiettivo primario della BCE, ovvero il 2%.

Nei mesi precedenti all'introduzione il tasso d'inflazione era pari al -0.6% e gli altri programmi di acquisto di attività, combinati con i tassi d'interesse negativi, in quel momento non generavano le condizioni necessarie per un miglioramento della situazione.

Nel marzo 2015 l'Eurosistema iniziò ad acquistare titoli nel mercato secondario con qualità elevata, emessi da amministrazioni dei paesi dell'area euro, agenzie e istituzioni europee. Gli effetti furono subito positivi: il primo mese si raggiunse la quota prevista di 60 miliardi di euro in titoli di stato e furono acquistati principalmente quelli della Germania, Spagna, Italia e Francia. I suddetti titoli hanno registrato un calo del rendimento come da aspettative, anche se alcuni (quelli tedeschi, finlandesi e olandesi) sono scesi addirittura sotto la soglia limite dei tassi di deposito del -0.2%, limite che rende un titolo non più acquistabile.

L'ultimo programma di acquisto facente parte dell'EAPP, il *Corporate sector purchase programme* (CSPP) è stato avviato nel giugno 2016 e nello stesso periodo fu introdotto anche il TLTRO II della durata 4 anni in modo da rafforzare la politica monetaria accomodante e di sostenere la funzione creditizia delle banche.

2.3 Modalità di acquisto titoli

“La BCE acquisterà obbligazioni emesse da amministrazioni centrali dei paesi dell’area dell’euro, agenzie situate nell’area dell’euro e istituzioni europee nel mercato secondario a fronte di moneta di banca centrale, che gli enti creditizi cedenti i titoli potranno utilizzare per acquistare altre attività oppure erogare credito all’economia reale. In entrambi i casi ciò contribuisce ad allentare le condizioni finanziarie”² (BCE, 22 gennaio 2015). Il programma prevedeva l’acquisto dell’80% di titoli di stato di 19 paesi dell’Eurozona, ed un 20% di titoli cartolarizzati.

I titoli in questione dovevano avere una vita residua tra i 2 e i 30 anni ed avere un grado di rating non inferiore a “BBB” (in base alle valutazioni dell’agenzia *Moody’s*). Era prevista anche la possibilità di acquistare titoli con rendimento negativo, ma non al di sotto della soglia del -0.2% corrispondente al tasso sui depositi della BCE.

Una regola importante prevedeva che la BCE non superasse una certa soglia di acquisizione di una emissione di debito in modo da evitare che venga ad essere considerata come il principale creditore dell’Eurozona. Per questo motivo, la BCE stabilì che i titoli acquistabili potevano essere non più del 25%

² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.it.html

di una stessa emissione e che comunque non potesse avere in portafoglio più del 33% del titolo del debito emesso da ciascun governo, agenzia pubblica o istituzione dell'area euro. I titoli di ogni Stato venivano acquistati in base alla percentuale di partecipazione al capitale sociale della BCE, quest'ultimo definito nell'articolo 29 (rubricato "schema di sottoscrizione di capitale") del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). È stato chiarito che una parte degli acquisti, pari all'8% del totale, doveva essere eseguita dalla BCE stessa mentre un ulteriore 12 per cento dalle BCN avendo esclusivamente a oggetto i titoli di alcune istituzioni europee.

Il motivo per cui il QE è stato effettuato attraverso l'acquisto di titoli di Stato è da ricondurre al loro peso sul mercato secondario, dato che se si fossero acquistati *covered bonds* non si sarebbe raggiunta una quantità tale da espandere in termini significativi il bilancio della BCE, essendo questi concentrati in mercati più piccoli.

2.4 Trasmissione della politica monetaria

L'obiettivo della Banca Centrale Europea è quello di mantenere un livello di inflazione prossimo al 2%, e per far ciò ha a disposizione delle misure cosiddette convenzionali, tra cui il controllo del tasso di interesse. Attraverso questa politica

dei tassi di interesse, la Banca Centrale è in grado di influenzare il livello dei prezzi, con un meccanismo di trasmissione ben preciso.

Controllando i tassi di interesse ufficiali, un loro aumento o una loro diminuzione determinano variazioni nelle condizioni del mercato di approvvigionamento della liquidità bancaria, riflettendosi sui tassi di interesse di mercato, sui prezzi delle attività, sul tasso di cambio e sulle condizioni generali di liquidità e di credito dell'economia. Questo abbassamento dei tassi ufficiali, comporta un abbassamento corrispondente del tasso interbancario generando un aumento dei prestiti tra banche. Queste ultime a loro volta utilizzeranno questo eccesso di liquidità per acquistare attività finanziarie e concedere ulteriori prestiti all'economia reale. Tutto ciò influenza l'andamento della domanda interna con un conseguente aumento dei consumi, dei prezzi e degli investimenti.

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è molto simile sia per quanto riguarda le politiche monetarie convenzionali, sia quelle non convenzionali.

La sostanziale differenza sta nel fatto che nelle politiche non convenzionali come il QE, vengono acquistati titoli da parte della BCE, ampliando la base monetaria. Conseguentemente i rendimenti di questi titoli andranno a scendere e con loro anche i tassi di interesse sui mutui e sui finanziamenti. Questo abbassamento del costo del denaro porta ad un maggiore ricorso da parte delle aziende al capitale di terzi, facendo aumentare gli investimenti e ampliando la

produzione, con la creazione di nuovi posti di lavoro e un contestuale aumento del PIL.

I principali canali di trasmissione della politica monetaria non convenzionale, secondo la BCE (2016), sono 3:

- *direct pass-through channel*;
- *il portfolio rebalancing channel*;
- *signalling channel*.

Il primo canale permette alla BCE, utilizzando alcuni strumenti, di influenzare il costo di alcune attività finanziarie che determinano il costo del finanziamento da parte degli intermediari finanziari. Questi strumenti devono far comprimere lo spread tra le condizioni di finanziamento delle banche e quelle delle aziende e famiglie. La BCE li identifica con il nome di strumenti di “*credit easing*”.

Il secondo strumento è utilizzato dalla BCE per acquistare attività in modo da aumentare il prezzo delle stesse e diminuire il rendimento, ovvero il tasso di interesse. Questa operazione conduce gli investitori a ribilanciare il proprio portafoglio, acquistando attività in altri segmenti di mercato e con rendimenti maggiori. Così facendo si ha un ulteriore abbassamento del tasso di interesse anche in altri mercati, favorendo le condizioni di finanziamento per aziende e famiglie.

Il terzo canale è il cosiddetto “*signalling channel*”. Questo canale è simile al canale delle aspettative nel meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie

convenzionali e a quello delle politiche monetarie non convenzionali, chiamato “*forward guidance*”. Si tratta di una comunicazione pubblica, più o meno esplicita, con la quale la BCE è in grado di influenzare i mercati dichiarando quali saranno le future variazioni sui tassi di interesse e sul costo del denaro.

In ultima istanza, un'altra conseguenza dell'immissione di una grande liquidità è quella della caduta del tasso di cambio. Questo rende i prodotti di un paese meno costosi rispetto a quelli di altri, facendo così aumentare le esportazioni e la domanda aggregata.

Capitolo 3

CONSEGUENZE DELLA MANOVRA

Di seguito si metteranno in evidenza le conseguenze delle manovre di politica monetaria e del QE, analizzando se l'obiettivo dell'inflazione al 2% sia stato raggiunto ed in quanto tempo. Si analizzeranno gli effetti nel mercato dei titoli, prendendo in esame lo studio di alcuni autori, e gli effetti che il *Quantitative Easing* ha avuto sull'economia reale, quindi sull'inflazione e sul PIL.

3.1 Effetti sul mercato dei titoli e sui tassi di interesse bancari

Fin dall'annuncio dell'inizio della manovra da parte della BCE si è assistito ad una reazione dei mercati e ad una generale euforia mostrando gli effetti anche prima della messa in atto del QE. Tra metà del 2014 e l'aprile 2015 la curva dei rendimenti dell'area euro ha perso diversi punti percentuali sui titoli a 2 e 15 anni (rispettivamente 50 e 200 punti base) mostrando già i primi effetti. I titoli inclusi nel programma di acquisto non sono stati gli unici ad avvertire le conseguenze della manovra: anche le obbligazioni societarie non comprese nel QE hanno risentito della stessa grazie al meccanismo di trasmissione e particolarmente al canale del *portfolio rebalancing channel* descritto in precedenza. Vari autori hanno analizzato il comportamento dei mercati dei titoli dopo l'annuncio delle misure non convenzionali della Bce. Fratzscher et al. (2016) ha analizzato i

movimenti del mercato dei titoli dal 2007 al 2012 ed ha distinto quali cambiamenti fossero causati dalle misure non convenzionali e quali no, esaminando i comportamenti delle obbligazioni dopo l'annuncio dei programmi di OMT e SMP. Le conseguenze furono che i rendimenti dei paesi "periferici" diminuirono mentre quelli dei paesi "core" aumentarono, riducendo lo spread tra essi. Altri autori che allargarono l'analisi di Fratzscher furono Briciu e Lisi (2015), includendo nello studio anche le conseguenze dell'EAPP nel 2015. I due mostrarono come i rendimenti dei titoli decennali di Spagna e Italia diminuirono di 66 punti base dopo l'annuncio dell'EAPP mentre quelli della Germania aumentarono di 34 punti base, seppur parte di essi scesero di 17 punti base.

Per quanto riguarda l'Euro, tra metà 2014 e aprile 2015 ha perso il 25% rispetto al dollaro, segnando quindi un deprezzamento che avrebbe dovuto favorire l'esportazione e un contestualmente aumento degli utili delle imprese, con un accrescimento della redditività aziendale e favorendo gli investitori esteri.

Le manovre della BCE riuscirono anche ad abbassare il costo del finanziamento delle banche verso le famiglie e le imprese, che tra il 2014 e il 2018 diminuì rispettivamente di 120 e 130 punti base, dimezzando così il costo del denaro dopo il picco massimo che si raggiunse nel 2012. Non solo, lo spread tra i tassi bancari praticati dalla Spagna e dalla Germania che nel 2013 ammontava a 200 punti base, diminuì di 150 punti base mentre la differenza tra quelli di Italia e Germania scomparve nel 2016. Questo significò che il canale del credito riprese a

funzionare e i prestiti all'economia aumentarono, sia per l'allentamento dei criteri del prestito sia per l'aumento della domanda.

3.2 Effetti della manovra sulle variabili macroeconomiche

L'impatto del programma non si registrò solo sui mercati dei titoli e sui tassi di interesse, ma anche sulle variabili macroeconomiche inflazione, PIL, disoccupazione e del tasso di cambio dell'euro con gli altri partner commerciali. Diversi studiosi e ricercatori sia della Banca d'Italia che di altre banche nazionali condussero diverse previsioni sull'effetto della manovra con differenti metodi di studio, giungendo tutti alle stesse conclusioni.

Partiamo da quelle che dovrebbero essere le previsioni delle conseguenze della manovra. L'impatto fu analizzato per il biennio 2014/2015. Per prima cosa si analizzò come gli acquisti cambiarono il tasso di cambio dell'euro verso gli altri partner commerciali. Coerentemente con quanto osservato durante gli interventi della BCE nella crisi del debito sovrano e durante gli interventi delle altre Banche Centrali nella crisi economica mondiale, si è giunti all'ipotesi che ad un aumento di €100 miliardi dell'attivo di bilancio dell'Eurosistema corrisponda un deprezzamento dell'1% del cambio dell'euro nei confronti dei partner commerciali. Ed infatti, durante il *Security Market Programme*, quando il bilancio dell'Eurosistema si è ampliato di circa €1200 miliardi, si è osservata una perdita

di valore dell'euro dell'11% nei confronti dei principali partner commerciali. Sulla base di tali valutazioni si prevedeva anche questa volta un deprezzamento dell'euro pari all'11,4% ed infatti, durante fine 2014 e metà del 2015, l'euro si è deprezzato del 10% rispetto ai principali partner commerciali. Attraverso il canale del tasso di cambio si dovrebbe verificare un aumento delle esportazioni ed un aumento dell'attività economica delle imprese, con un contestuale aumento del PIL di mezzo punto percentuale. Grazie anche al crollo dei tassi di interesse a medio e lungo termine ed ai miglioramenti del credito bancario descritti in precedenza, le famiglie dovrebbero aumentare la spesa per i consumi facendo salire di un altro mezzo punto percentuale il PIL portandolo ad un miglioramento di circa un punto percentuale complessivamente tra il 2015 e il 2016.

Dal lancio del QE indubbiamente si assistette ad un arresto della spirale deflazionistica ed a una diminuzione della sua probabilità di circa un terzo, fino ad una sua scomparsa nel 2016. Molti studiosi, come Bulligan (2018), mostrarono come il solo annuncio dell'avvio della manovra abbia avuto un impatto significativo sull'inflazione attesa. Conclusioni simili sulle prospettive di inflazione furono raggiunte da altri studiosi quali Andrade (2016), Gambetti e Musso (2017) ed anche ricercatori della *Bundesbank* (2016), all'unanimità furono d'accordo che l'inizio dell'EAPP fu di grande stimolo per l'inflazione e per il prodotto interno lordo. Lo stesso presidente della BCE Mario Draghi nella conferenza stampa del giugno 2018 dichiarò che nel periodo tra il 2016 e il 2020

il PIL ed il tasso d'inflazione sarebbero saliti all'1.9%. Nella relazione annuale della BCE del 2017 si evidenzia come ci sia stata una crescita dell'economia del 2.5%, accompagnata da un aumento dell'occupazione dell'1.6% ed un aumento complessivo dell'inflazione media dell'1.5% dovuta soprattutto a causa degli aumenti dei prezzi dei beni energetici.

La BCE con il programma ha raggiunto i risultati sperati, eliminando la spirale deflazionistica e aumentando l'inflazione pur non raggiungendo l'obiettivo del 2%. Nel 2018 ha esteso l'acquisto dei titoli fino a settembre ed ha esteso la *forward guidance*. La sfida della BCE ora è quella di uscire dalla politica monetaria espansiva e ritornare alle condizioni di normalità, affrontando la fase di rallentamento dell'economia.

3.3 I rischi della manovra

Le politiche monetarie non convenzionali adottate nel periodo della crisi sono state rischiose in quanto potevano condurre a delle conseguenze non volute, essendo applicate per la prima volta nella storia della BCE. Le principali incertezze e i principali rischi a cui si andava incontro erano:

- creazione di bolle speculative;
- redistribuzione della ricchezza;
- ritardo nelle riforme strutturali.

Per quanto riguarda la creazione di bolle speculative, lo stesso Draghi ha confermato che c'era la possibilità di un loro scoppio, data la grande euforia nei mercati, ma che i rischi erano abbastanza contenuti da non destare preoccupazioni, e comunque la BCE si era impegnata ad agire di conseguenza. Prolungati periodi di politica monetaria espansiva possono portare ad un aumento del prezzo delle attività rischiose come azioni ed obbligazioni, discostandole dalle condizioni effettive delle emittenti. Cecchetti e Taboga (2017) hanno condotto uno studio sugli scostamenti dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni e il loro valore fondamentale, coerente con i flussi di cassa che le attività sono in grado di generare. L'evidenza empirica dimostra come non ci sia stato un discostamento dei prezzi dai loro valori fondamentali, ma una sostanziale corrispondenza.

Nel dibattito internazionale è stato sostenuto che la riduzione dei tassi di interesse a livelli molto bassi e il contemporaneo programma di acquisto di titoli avrebbe favorito i detentori di attività finanziarie, creando un effetto "*reverse Robin Hood*". Secondo i risultati raggiunti dallo studio di Casiraghi et al. (2018) gli effetti distributivi del programma non si discosterebbero da quelli che si avrebbero in condizioni di politica monetaria convenzionale. Il principale effetto distributivo che si avrebbe è quello sull'attività economica, con un sostegno all'occupazione e ai salari, favorendo così le fasce più deboli della popolazione. Questo è più importante dell'effetto ricchezza dei detentori di titoli. È stimato dall'autore che l'impatto delle politiche monetarie segue uno schema a "U": gli

effetti maggiori si verificano nelle “estremità” ovvero nelle famiglie con un portafoglio di attività finanziarie importante, che vedono aumentare la loro ricchezza, e nelle famiglie più povere che vedono diminuire il proprio debito.

Infine è stato sostenuto che il programma di acquisto di titoli poteva offuscare la distinzione tra politica monetaria e politica fiscale, ritardando l’adozione di riforme strutturali e incoraggiando l’azzardo morale. La dimostrazione di questa tesi non è sostenuta dalla realtà osservata ma, al contrario, secondo alcuni studiosi come Visco (2015) la manovra della BCE poteva stimolare l’adozione di riforme strutturali.

3.4 Strategia di rientro dal QE

Alla ripresa dell’economia ed al raggiungimento della stabilità dei prezzi, dovrebbe corrispondere il termine del programma avviato nel 2015. I modi e i tempi di rientro però non sono del tutto chiari. Questo perché c’è il rischio che se si interrompesse la manovra mentre la ripresa economica non è del tutto completata, le ripercussioni potrebbero essere quelle di un peggioramento delle condizioni. I modi di rientro possono essere due:

- la cessazione degli acquisti e l’inizio della vendita dei titoli acquistati;
- l’aumento del tasso di interesse.

La vendita dei titoli di stato e il ridimensionamento del portafoglio della BCE sarebbe da attuare nel caso in cui la crisi del debito sovrano fosse scomparsa, altrimenti la loro vendita potrebbe risultare controproducente per i paesi che precedentemente ne hanno beneficiato.

L'altro strumento, quello del tasso di interesse, è da prendere in considerazione solo qualora ci sia un effettivo miglioramento delle condizioni di inflazione. Aumentando i tassi di interesse si verificherebbero a lungo termine delle perdite in conto capitale per i risparmiatori, e di conseguenza subentrerebbe la preferenza per la liquidità nel momento in cui ci potrebbe essere una ripresa economica.

Tuttavia, a partire dal 2016, visto il miglioramento della condizione dell'inflazione e della sua aspettativa, la Banca Centrale ha deciso di iniziare una serie di operazioni di ricalibrazione della politica monetaria. Grazie anche ad un ambiente più favorevole, dal 2016 in poi sono state condotte operazioni di graduale rientro dal QE, anche se era ancora richiesta una politica monetaria accomodante ed un continuo acquisto dei titoli. Dall'8 dicembre 2016 ha annunciato un ridimensionamento degli acquisti che partivano da metà del 2017 fino a dicembre del 2018. Si passò da €80 miliardi di acquisti a €60 miliardi entro dicembre 2017, fino ad arrivare a €30 miliardi entro settembre 2018 ed a €15 miliardi entro dicembre dello stesso anno. Nella decisione di politica monetaria del 6 giugno 2019, è stata estesa la *forward guidance* sui tassi di interesse che sarebbero rimasti invariati almeno fino all'estate del 2020, ovvero allo 0% quelli

sulle operazioni di rifinanziamento principale, allo 0.25% quelli sui rifinanziamenti marginali e al -0.40% quello sui depositi. È stato chiarito che il capitale rimborsato sui titoli in scadenza sarà reinvestito per garantire condizioni di liquidità favorevoli, mentre è previsto un nuovo programma di operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine (OMRLT III) con un tasso di interesse superiore di 10 punti percentuali rispetto a quello applicato alle altre operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema.

Tuttavia l'allontanamento dall'obiettivo di un tasso inflazione al 2% avrebbe portato la BCE a ricalibrare gli acquisti ed a aumentarne la quota, fino al suo raggiungimento

3.5 Nuove indicazioni di politica monetaria

Nella conferenza delle banche centrale tenutasi a Sintra il 18 giugno 2019, in Portogallo, il presidente della BCE Mario Draghi ha dichiarato: *“In the absence of improvement, such that the sustained return of inflation to our aim is threatened, additional stimulus will be required”*³. Gli stimoli riguardano sia i tassi di interesse, con possibilità di un loro ulteriore ribasso se necessario, sia un nuovo programma di *quantitative easing*, avendo lo stesso ancora ampi margini di manovra. Questa dichiarazione è stata paragonata al discorso più famoso tenutosi

³ Discorso di Mario Draghi, *Twenty years of monetary policy*, consultabile su <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190618~ec4cd2443b.en.html>

al *Global Investment Center* di Londra del 2012. Un possibile secondo “*whatever it takes*” ha visto immediatamente i suoi effetti deprezzando l’euro nei confronti del dollaro.

Tuttavia, nello stesso discorso Draghi ammette che la politica fiscale deve agire coerentemente alla politica monetaria, cosa che spesso non è avvenuta in passato. Secondo Frederik Ducrozet, è stato l’atteggiamento dei governi dell’area Euro che ha portato la BCE ad agire con manovre espansive, in quanto troppo spesso non riuscivano a mantenere la parola data e ad adeguare le riforme strutturali.

La politica monetaria seguita dalla BCE è stata descritta in passato come “*patient, persistent, prudent*”: paziente perché ha dovuto reagire a più shock negativi, persistente perché si è mantenuta accomodante nel corso del tempo e prudente perché si adeguerà alla situazione inflazionistica in modo appropriato. Questo orientamento si riscontra anche tutt’ora, con la possibilità da parte della BCE di adeguare la propria politica monetaria al cambiamento delle condizioni economiche.

CONCLUSIONI

Sin dallo scoppio della crisi del 2008, le misure delle Banche centrali sono state volte a garantire la trasmissione della politica monetaria e ad abbassare il fattore rischio sui crediti concessi dalle banche all'economia reale, ed ovviamente a perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi. Il ritardo nell'attuare una politica come quella della FED e della BOE non ha garantito all'Europa gli stessi risultati ottenuti in un lasso di tempo più breve dagli Stati Uniti e dalla Gran Bretagna. Oltre alle regole del Trattato di Maastricht che prevedono come compito principale della BCE quello della formazione dei prezzi, la politica fiscale degli Stati Membri non sempre è stata coerente con le manovre espansionistiche della BCE e non si sono attuate quelle riforme strutturali in grado di sfruttare l'alleggerimento quantitativo posto in essere dalla Banca Centrale.

Un altro impedimento è quello della struttura europea, essendo composta da Stati Membri completamente indipendenti tra loro. A differenza degli U.S.A, in Europa non si ha uno stato federale, ma ogni Paese gestisce in autonomia il proprio debito pubblico.

Una configurazione europea tendente ad uno stato federale avrebbe reagito diversamente allo scoppio della crisi e ne sarebbe forse uscita più rapidamente.

BIBLIOGRAFIA

Andrade P., Breckenfelder J., De Fiore F., Karadi P., Tristani O. (2016), *The ECB's Asset Purchase Programme: An early assessment*, Banca Centrale Europea, Working Paper No. 1956

Alessandrini P. (2015), *Economia e politica della moneta, nel labirinto della finanza, seconda edizione*, Il Mulino.

Banca Centrale Europea (2009), DECISION OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme (ECB/2009/16).

Banca Centrale Europea (2015), DECISION (EU) 2015/774 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 4 March 2015 (ECB/2015/10)

Banca D'Italia (2016), *relazione annuale sul 2015*, Banca D'Italia, Roma

Banca D'Italia (2017), *relazione annuale sul 2016*, Banca d'Italia, Roma.

Banca D'Italia (2018), *relazione annuale sul 2017*, Banca D'Italia, Roma

Baumeister C., Benati L. (2013), *Unconventional monetary policy and the Great Recession: estimating the macroeconomic effects of a spread compression at the zero lower bound*, Internation Journal Of Central Banking

Brett W., Neely C.J. (2013), *Four stories of Quantitative Easing*, Federal Reserve of St. Louis Review.

Briciu L., Lisi G. (2015), *An event-study analysis of ecb balance sheet policies since October 2008*, ECONOMIC BRIEF - Economic and Financial Affairs 001.

Bulligan G. (2018), *The effect of the Eurosystem's Expanded Asset Purchase Programme on inflation expectation: evidence from the ECB survey of professional forecaster*, Banca D'Italia.

Bundesbank (2016), *The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area*, bollettino mensile, giugno 2016, Bundesbank.

Casiraghi M., Gaiotti E., Rodano L., Secchi A. (2018), *A "reverse Robin Hood"? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households*, Banca d'Italia.

Cecchetti S., Taboga M. (2017), *Assessing the risks of asset overvaluation: models and challenges*, Banca d'Italia.

Cova P., Ferrero G. (2015), *The Eurosystem's asset purchase programmes for monetary policy purposes*, Questioni di economia e finanza n. 270, Banca d'Italia.

Fratzscher, M., M.L. Duca, Straub R. (2016), *ECB Unconventional Monetary Policy: Market Impact and International Spillovers*. IMF Economic Review.

Gambetti L., Musso A. (2017), *The macroeconomic impact of the ECB's Expanded Asset Purchase Programm (APP)*, Banca Centrale Europea, Working Papers No. 2075

Hancock D., Passmore, W. (2014), *How the Federal Reserver's Larged-Scale Asset Purchases (LSAPs) influenced Mortgage-Backed Security (MBS) yields and U.S mortgage rates*, Federal Reserve.

Neri S., Siviero S. (2019), *The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivation, effectiveness and risks*, Questioni di economia e finanza No-486, Banca d'Italia.

Visco I. (2015), *Eurozone central bank policy challenges and risks*, Banca Centrale Europea.

SITOGRAFIA

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/index.html>

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.bankofengland.co.uk>

<https://www.ecb.europa.eu>

<https://www.ecb.europa.eu/press>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/annual>

<https://www.europarl.europa.eu>

<https://www.federalreserve.gov/>

<https://www.finriskalert.it>

<https://www.ilsole24ore.com/>

