



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento
ex D.M. 270/2004*)

In Lingue, economie e istituzioni dell'Asia e
dell'Africa mediterranea

Tesi di laurea

Fino a dove può spingersi la politica
monetaria? Analisi comparativa delle
politiche monetarie di Giappone e
Unione Europea all'indomani della
crisi.

Relatore

Ch. Prof. Andrea Revelant

Correlatore

Ch. Prof. Marcella Mariotti

Laureando

Gerolamo Daniele Nidasio
Matricola 845936

Anno Accademico

2017/2018

Indice

Elenco delle figure	4
Elenco delle tabelle	7
Abstract (in lingua giapponese)	8
Introduzione	11
Capitolo primo	
Teorie di politica monetaria	
1.1 Il dibattito riguardante la politica monetaria.....	26
1.2 La posizione neokeynesiana	28
1.2.1 La non-neutralità della moneta e l'instabilità finanziaria	30
1.2.2 Il policy mix in tempi di crisi.....	32
1.3 La posizione monetarista e neoliberalista.....	34
1.3.1 Neutralità della moneta ed equilibrio spontaneo dei mercati	36
1.3.2 Il ruolo delle aspettative.....	38
1.4 La condotta della Banca Centrale	39
1.4.1 La credibilità dell'Autorità monetaria	43
1.4.2 Il principio di incoerenza temporale	46
1.4.3 Il dibattito "Rules vs Discretion"	48
1.5 Le politiche monetarie convenzionali	49
1.6 Le politiche monetarie non convenzionali	51
1.7 I meccanismi di trasmissione della politica monetaria	55
1.7.1 L'impatto sui tassi interbancari e dei mercati finanziari	56
1.7.2 L'impatto sugli asset.....	58
1.7.3 L'impatto sul tasso di cambio	59

1.7.4 L'impatto sulle aspettative	60
1.7.5 Domanda aggregata e inflazione	62
1.8 Conclusioni di fine capitolo	67

Capitolo secondo

Le fasi di politica monetaria nipponica

2.1 La politica monetaria giapponese durante l'Abenomics	70
2.1.1 Il lancio del "Quantitative and Qualitative easing"	71
2.1.2 La politica dei tassi di interesse negativi	75
2.1.3 Il controllo della curva dei rendimenti	77
2.1.4 Gli ultimi sviluppi: la riconferma di Kuroda e la nomina dei nuovi vicegovernatori	78
2.2 I meccanismi di trasmissione della politica monetaria giapponese	79
2.2.1 L'impatto sui tassi interbancari e dei mercati finanziari.....	80
2.2.2 L'impatto sugli asset	83
2.2.3 L'impatto sul tasso di cambio	87
2.2.4 L'impatto sulle aspettative	89
2.2.5 Domanda aggregata e inflazione.....	94

Capitolo terzo

Le fasi di politica monetaria dell'Unione Europea

3.1 La politica monetaria dell'Unione Europea all'indomani della crisi del debito pubblico. L' "Outright Monetary Transactions"	101
3.1.1 Il "Quantitative easing"	103
3.1.2 I tassi di interesse negativi	105

3.1.3 Gli ultimi sviluppi: il nuovo vicegovernatore e la scadenza del mandato di Draghi	107
3.2 I meccanismi di trasmissione della politica monetaria dell'Unione Europea...	108
3.2.1 L'impatto sui tassi interbancari e dei mercati finanziari.....	109
3.2.2 L'impatto sugli asset	114
3.2.3 L'impatto sul tasso di cambio	118
3.2.4 L'impatto sulle aspettative	120
3.2.5 Domanda aggregata e inflazione.....	123
3.3 Conclusioni ai capitoli secondo e terzo.....	128
 Capitolo quarto	
Risultati e conclusione	
4.1 Discussione dei risultati analizzati per la politica monetaria giapponese.....	133
4.2 Discussione dei risultati analizzati per la politica monetaria dell'Unione Europea	134
4.3 Confronto tra le politiche monetarie dell'Unione Europea e del Giappone	136
4.4 Conclusione: fino a dove può spingersi la politica monetaria?	144
Bibliografia	149
Sitografia, report istituzionali, convegni	153
Fonti in lingua giapponese.....	160
Ringraziamenti	162

Elenco delle figure

Figura 1 - Output gap di Giappone, Stati Uniti e Eurozona.....	50
Figura 2 - Differenziale tra tasso EONIA ed EURIBOR a 3 mesi	52
Figura 3 - Canali di trasmissione della politica monetaria	56
Figura 4 - Tasso di cambio euro/yen.....	60
Figura 5- Prezzi delle case e spesa per consumi in Giappone	63
Figura 6 - Prezzi delle case e spesa per consumi nell'Area Euro	64
Figura 7 - Output gap e inflazione durante il “decennio perduto” giapponese.....	66
Figura 8 - Andamento indice Nikkei, aprile 2013	72
Figura 9 - Andamento annuale indice Nikkei, 2013	73
Figura 10 - Andamento indice Nikkei, ottobre 2014	74
Figura 11 - Andamento annuale indice Nikkei, 2014	74
Figura 12 - Andamento indice Nikkei, gennaio 2016.....	76
Figura 13 - Andamento annuale indice Nikkei, 2016.....	76
Figura 14 - Andamento indice Nikkei, settembre 2016.....	78
Figura 15 - Base monetaria.....	81
Figura 16 - Base monetaria e tassi di interesse	81
Figura 17 - Tassi di interesse sui depositi.....	82
Figura 18 – TIBOR	82
Figura 19 - Debito governativo e bond detenuti dalla Banca del Giappone	83
Figura 20 - Tipologia di bond governativi detenuti dalla Banca del Giappone.....	84
Figura 21 - Rendimento bond a 10 anni e investimenti in capitale fisso.....	85
Figura 22 - ETFs posseduti dalla Banca del Giappone.....	86
Figura 23 - Tasso di cambio dollaro/yen	88

Figura 24 - Export giapponesi.....	89
Figura 25 - Aspettative sui prezzi (1 anno).....	90
Figura 26 - Aspettative sui prezzi (3 anni).....	91
Figura 27 - Aspettative sui prezzi (5 anni).....	91
Figura 28 - Aspettative delle grandi imprese	92
Figura 29 - Aspettative delle medie imprese	93
Figura 30 - Aspettative delle piccole imprese.....	94
Figura 31 - PIL reale Giappone e altre economie avanzate	95
Figura 32 - Spesa per consumi, spesa per consumi del governo e investimenti in capitale fisso.	96
Figura 33 - CPI core e Salari medi.....	97
Figura 34 - Dividendi e moltiplicatori	99
Figura 35 - Shareholders' equity.....	99
Figura 36 - Capitalizzazione delle borse nell'Eurozona	102
Figura 37 - Differenziale tra il tasso di rifinanziamento principale e il tasso "overnight"	107
Figura 38 - Tasso di rifinanziamento marginale vs EONIA	110
Figura 39 - Tassi Euribor e REFI.....	111
Figura 40 - Tasso applicato per l'acquisto di immobili	112
Figura 41- Tasso sui prestiti alle aziende (durata 1-5 anni).....	112
Figura 42 - Tasso sui depositi superiori a due anni (aziende).....	113
Figura 43 - Tasso sui depositi superiori a due anni (famiglie)	114
Figura 44 - Asset e titoli nel bilancio BCE	115
Figura 45 - Rendimento bond governativi 10 anni	115
Figura 46 - Investimento in capitale fisso.....	116
Figura 47 - Debito detenuto dalle Banche centrali nazionali.....	117

Figura 48 - Debito detenuto dalle banche centrali nazionali (Germania e Francia)	117
Figura 49 - Spread europei.....	118
Figura 50 - Cambio euro/dollaro.....	119
Figura 51 - Export europei.....	120
Figura 52 - Survey of professional forecasters, anni 2013, 2014	121
Figura 53 - Survey of professional forecasters, anni 2015, 2016	122
Figura 54 - Survey of professional forecasters, anni 2017-2018	123
Figura 55 - PIL reale Area Euro	124
Figura 56 - Spesa per consumi delle famiglie.....	124
Figura 57 - CPI core Euro Area	126
Figura 58 - Salari medi principali economie europee	126
Figura 59 - Tasso di disoccupazione Euro Area	128
Figura 60- Andamento annuale Nikkei (2009-2018).....	129
Figura 61 - M1 Euro Area e Giappone	136
Figura 62 - M3 Euro Area e Giappone	137
Figura 63 - TIBOR vs EURIBOR.....	138
Figura 64 - Tasso sui depositi superiori a due anni, Euro Area e Giappone (famiglie).....	138
Figura 65 - Rendimenti bond governativi 10 anni Euro Area e Giappone	139
Figura 66 - Esportazioni Giappone e Euro Area.....	140
Figura 67 - Investimenti in capitale fisso Giappone e Euro Area.....	141
Figura 68 - Composizione investimenti in capitale fisso, Giappone	142
Figura 69 - Composizione investimenti in capitale fisso, Euro Area	142
Figura 70 - PIL reale Giappone e Euro Area	143
Figura 71 - CPI core Giappone e Euro Area.....	143

Figura 72 - Rendimenti delle obbligazioni sovrane della Zona Euro 145

Figura 73 - Andamento indice Nikkei 2013-2017 146

Elenco delle tabelle

Tabella 1 - Quote azionarie rilevanti della Banca del Giappone 87

要旨

本稿ではアベノミクスによる金融政策と欧州中央銀行(ECB)による金融政策が日本と欧州の経済にどのような効果を持たせるのかを検討する。主に黒田総裁が就任後の2013年4月4日に「量的・質的金融緩和政策」の導入を発表した後、金融市場、銀行制度、インフレ、国民国内総生産などにどのようなインパクトがあったのかという質問に答えたいと思う。同様に、ECBのドラギ総裁の行った非伝統的な金融政策がユーロ圏では景気拡大を引き起こしたのかという質問に答えたいと思う。その目的を果たすために日銀の金融政策と欧州中央銀行の金融政策を比較したいと思う。なぜならというと、2008年ほどから日本と欧州の経済が同様の程度で低迷になっているからだ。そのため、共通の不景気の影響に対応する異なる日本と欧州の金融政策を対照すると、日本と欧州の金融政策による結果の評価が明確になると思う。安倍内閣誕生以降もう5年がたったのでこれまでのアベノミクスや金融政策を分析する研究が数多く行われていた。中でも谷口 洋志がアベノミクスの経済政策と結果を詳細に考察した。谷口によると金融政策は、「株価上昇や円安に一部寄与したとしても、アベノミクス最大の重要課題であるインフレ目標の達成には結びついておらず、約束の2年後どころか、実現の目処もたっていない。しかも、2%のインフレ目標の実現が、デフレ脱却から持続的な経済成長を実現するための最初の一步と位置付けられていたので、アベノミクスは失敗したとは言えないまでも、約束を果たしていないと批判されざるを得ない」¹。他方、欧州中央銀行の金融政策を検討する研究も少なくならない。羽森によると、「今後低インフレと景気後退が長期化すれば、量的緩和に踏み切る可能性もある。ドラギECB 総裁もその可能性を否定していない。ただし量的緩和に踏み切った場合も、ECB は非伝統的金融政策からの出口戦略を容易にするために中央銀行のバランスシートの肥大化

¹ 谷口 洋志2015 『アベノミクスの経済政策』中央大学経済研究所。

を恒常化せず、できるだけ一時的なものに止めようとする姿勢を維持するのではないかと
思われる」²。しかし、これまでの研究は比較に基づく分析を重視していない。本校では欧
州と日本の金融政策による比較で日本と欧州の経済波及効果を推計した。

本校は4つの部分にわかれている。第1部では、経済思想の主要潮流と金融政策に関するあ
らゆる側面を検討することを目的とした理論的アプローチを採用する。新ケインズ主義と
「モネタリズム」という経済自由主義の潮流が一般的に現在の経済とももちろん金融政策に
影響を与える重大な主流といわれている。基本的に、新ケインズ主義は国家が活動的に国
内の経済を支えることを維持している。従って、財政政策と金融政策が経済を回復させる
ことに重要な役割を果たす。一方、経済自由主義は市場の仕組みが経済を合わせることに
足りると信じている。だから、国家の活動が経済に損害を与えると思われる。次に、
金融政策を実行する中央銀行の特徴を検討する。特に、中央銀行の行動方針と全権委任と
いうことを分析している。最終的に、金融政策が分類されている。普通は金融政策が「伝
統的な金融政策」と「非伝統的な金融政策」に分かれている。異なる要素といえば、伝統
的な金融政策は政策金利が政策の主な手段だが、一方非伝統的な金融政策はモネタリーベ
ースのコントロールが政策の目的を果たすために使われている。しかし、両方は同じ目的
を共有している。一般に金融政策の目的は物価の安定と景気の安定である。それを実現す
ために金融政策が金利、信用、クレジット、為替レート、インフレという5つのチャンネル
を使っている。このチャンネルも詳細に分析されている。

第二部と第三部では日本の金融政策と欧州の金融政策が検討されている。分析の手段とし
てOECDや日銀やECBの発表したデータがつかわれている。すなわち、できるだけ客観的に

² 羽森 直子2015 『欧州中央銀行のユーロ危機対策』流通科学大学論集—経済・情報・政策編—第23 巻
第2号, 111-130。

分析をするのに経験的なアプローチを取ることになっている。日本と欧州の金融政策のチャンネルが一つずつ検討されているし、両方の金融政策の概観を得ることができる。

第四部では第二部と第三部で見つけた結果について論じている。主な発見は日本と欧州の非伝統的な金融政策が経済不況とデフレーションという先進的な資本主義経済を苦しめる問題を解いたことである。しかし、現在は欧州で失業率が高い、日本で給与水準が低い。この要素が国家の政策方針を反映しているので金融政策の影響がそのように強くない。

Introduzione

Lo scopo di questo lavoro è analizzare e comparare la politica monetaria della Banca del Giappone e della Banca Centrale Europea a partire dal 2013. Il punto di partenza temporale è stato scelto per diverse ragioni. Il 2013 è l'anno del lancio dell'"Abenomics", un insieme di misure di politica economica, che nel suo aspetto monetario ha segnato un forte punto di rottura con le politiche precedenti³. Infatti, pur avendo adottato già dal 2001 misure non convenzionali di politica monetaria quali il "Quantitative easing", l'Autorità monetaria nipponica cambiò radicalmente il modo di intendere la politica monetaria, sia per quanto concerne gli scopi che per quanto riguarda gli strumenti di attuazione. Nello stesso anno dall'altra parte del mondo, l'Unione Europea aveva appena preso coscienza del fallimento delle politiche monetarie e fiscali austere che avevano come obiettivo frenare la crescita del debito pubblico in molti Stati membri⁴. La Banca Centrale Europea ritenne quindi di dover cambiare strategia di politica monetaria in senso maggiormente espansivo, iniziando ad adottare misure non convenzionali che presentano importanti similitudini con quelle giapponesi coeve. L'Unione Europea è stata individuata come termine di paragone in quanto gli effetti della crisi del debito pubblico, che si è abbattuta sull'Eurozona nel 2011, risultano essere molto simili a quelli che affliggono da un ventennio ormai l'economia giapponese.⁵ Basso livello di crescita, stagnazione di investimenti e consumi, aumento del precariato e stagnazione dei salari, clima di incertezza nei mercati finanziari rappresentano il minimo comun denominatore che lega Giappone ed Europa. Allo stesso momento diviene interessante analizzare le politiche monetarie condotte da due sistemi economici fondamentalmente diversi per natura, essendo uno un sistema nazionale che gode di sovranità

³ Il lancio di questa nuova politica monetaria non convenzionale, chiamata "Quantitative and Qualitative easing" venne annunciato dal Governatore della Banca del Giappone Haruiko Kuroda il 4 aprile 2013. Si veda "BOJ to pump \$1.4 trillion into economy in unprecedented stimulus", Reuters, 2013. <https://www.reuters.com/article/us-japan-economy-boj/boj-to-pump-1-4-trillion-into-economy-in-unprecedented-stimulus-idUSBRE93216U20130404>

⁴ "L'austerità uccide l'economia", Il Sole 24 ore, 2013. Nell'articolo si cita la Banca Centrale Europea come possibile strumento di rilancio economico, a patto che essa non venga eccessivamente influenzata dalla Germania.

<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2013-04-28/lausterita-uccide-economia093359.shtml?uuid=AbjH9BrH>
Si veda anche Park, M. 2013, "Lessons from the Asian financial crisis for the eurozone: a comparative analysis of the perilous politics of austerity in Asia and Europe", Asia Europe Journal. Nello studio l'autore compara la crisi europea con quella delle tigri del sud est asiatico nel 1997, evidenziandone cause e risposte comuni, tra cui spiccano appunto politiche di austerità che hanno prodotto, in Asia come in Europa, risultati socialmente impopolari quali la riduzione del welfare State.

⁵ Schnabl, G. 2015, "Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis", Earth Institute at Columbia University and the Massachusetts Institute of Technology.

monetaria e l'altro un sistema sovra-nazionale con sovranità monetaria condivisa tra gli Stati Membri, ma afflitti dagli stessi mali. Gli obiettivi dell'analisi consistono nell'individuazione di analogie e differenze, e nella comprensione dell'effettivo raggio d'azione della politica monetaria nel risolvere situazioni critiche. Poiché sono trascorsi ormai cinque anni dal lancio di politiche monetarie non convenzionali sia in Giappone che nell'Eurozona, molti giudizi sono stati formulati da diversi studiosi in tutte le fasi di attuazione delle politiche.

Le problematiche della politica monetaria giapponese sotto Abe sembrano da ricondurre al fatto che essa ha agito in coordinazione con la politica fiscale per un solo anno, che infatti è stato il momento in cui il Giappone è riuscito ad ottenere un tasso di inflazione positivo e un miglioramento considerevole in termini di PIL, uscendo seppur non in maniera eclatante da un ventennio segnato da persistente deflazione e bassa crescita. Con l'aumento dell'imposta sui consumi all'8% nel 2014, la politica fiscale ha preso un'altra direzione, maggiormente restrittiva, e la politica monetaria, che pure ha continuato il proprio corso espansivo, ha iniziato a mostrare alcuni limiti importanti. Le banche infatti hanno incominciato a mostrare segni di sfiducia nei confronti della fragile ripresa economica, finendo per depositare la sempre più crescente quantità di liquidità fornita loro dalla Banca Centrale. Il risultato è che la moneta che veniva creata dalla Banca del Giappone non circolava nell'economia reale, rimanendo intrappolata nei depositi. Per ovviare a questo problema la Banca del Giappone ha introdotto prima una politica di tassi negativi sui depositi per disincentivare le banche a trattenere troppa liquidità, e successivamente una politica di controllo della curva dei rendimenti per facilitare il funzionamento dei mercati finanziari. Gli effetti di queste due ultime politiche rimangono ancora da indagare con precisione.

Ito (2014) nella sua indagine empirica condotta per diversi paesi tra cui Stati Uniti d'America e Giappone su politiche monetarie espansive, di tipo "Quantitative easing", sostiene che il lancio di una politica di tipo "Quantitative and qualitative easing" da parte della Banca del Giappone abbia prodotto sostanziali effetti nel causare il deprezzamento dello yen e nell'aumentare le aspettative di uscita dalla deflazione⁶. Del medesimo avviso sono anche Hausman e Wieland (2014), i quali anzi si spingono oltre sostenendo che la politica monetaria promossa dal governatore Kuroda abbia posto fine alla deflazione già nel 2013, aumentando le aspettative di inflazione sul lungo periodo⁷. Un ulteriore effetto è poi individuato nella crescita del PIL a fine 2013, da 0,9 a 1,8% di cui un punto percentuale sarebbe

⁶ Ito, T. 2014, "We Are All QE-sians Now", Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan.

⁷ Hausman, J.K., Wieland, J. F. 2014, "Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook", Brooking Papers on Economic Activity.

da attribuire interamente alla politica monetaria soprattutto grazie ai suoi effetti sui consumi. Tuttavia, la durata di quest'ultimo effetto rimane incerta a causa dell'obiettivo posto dalla Banca del Giappone, ovvero il raggiungimento di un tasso di inflazione pari al 2%, ritenuto poco credibile dagli autori. Infatti, vi sono diverse ragioni per dubitare della credibilità della Banca del Giappone, la quale ha annunciato più volte nel corso della propria storia che avrebbe raggiunto un più alto livello di inflazione; mancando tuttavia sempre l'obiettivo nella pratica. I medesimi autori formulano un'ulteriore analisi nel 2015, confermando il fatto che nonostante le aspettative sull'inflazione siano aumentate, l'obiettivo del tasso di inflazione al 2% non è stato ancora raggiunto, constatando contestualmente un continuo deprezzamento dello yen e un aumento generalizzato del valore dei titoli azionari⁸. Tuttavia, viene fatto notare come a fronte di uno yen debole, le esportazioni non siano aumentate (come ci si sarebbe aspettato) e l'impatto sui consumi non sia stato così grande. Per quanto riguarda la produzione, viene riconfermato il ruolo determinante della politica monetaria. Il tasso di crescita del PIL riferito alla popolazione in età lavorativa (15-64 anni) registrato nel periodo 2012-2015 è stato del 2.4%, un risultato che risulta più che soddisfacente se comparato con quello di altri Paesi ad economia avanzata. Ad esempio, il tasso di crescita del PIL registrato in Germania nello stesso periodo è stato del 1,1%, quello negli Stati Uniti del 1,8%⁹. Tuttavia, i due elementi già menzionati in precedenza, esportazioni deboli e consumi non così trainanti, hanno ostacolato una performance di crescita che avrebbe potuto essere ancora più consistente. Gli autori concludono suggerendo due diverse ipotesi di politica monetaria da adottare dopo il 2015. Per cercare di risolvere il problema rappresentato da basse esportazioni, la Banca del Giappone potrebbe decidere di ancorare lo yen ad un valore debole e fisso rispetto alle altre maggiori valute internazionali, persuadendo così le compagnie giapponesi sulla durabilità dello yen debole. Uno yen permanentemente debole potrebbe anche risultare utile nel raggiungimento del 2% di inflazione. Tuttavia, una difficoltà pratica nei confronti dell'attuazione di tale politica è rappresentata dal fatto che le politiche sui tassi di cambio sono di maggior pertinenza del Ministero delle Finanze, piuttosto che della Banca del Giappone. Ne consegue che sarebbe necessaria una maggior cooperazione tra l'Autorità monetaria giapponese e il Ministero delle Finanze per realizzare politiche di tale portata. La seconda ipotesi prevede che la Banca del Giappone adotti una politica di tassi di interessi negativi, di modo che le banche siano incentivate a concedere prestiti e le imprese a investire, piuttosto che depositare ingenti quantità di liquidità. Un aumento dei prestiti e degli investimenti, e quindi della liquidità circolante nell'economia reale,

⁸Hausman, J.K., Wieland, J. F. 2015, "Overcoming the Lost Decades? Abenomics after three Years", Brooking Papers on Economic Activity.

⁹ Hausman, J.K., Wieland, J. F. 2015

dovrebbe stimolare finalmente in modo decisivo i consumi. Come si vedrà nel secondo capitolo, sarà questa la seconda fase di politica monetaria adottata dalla Banca del Giappone.

Botman (2015) individua quattro elementi interconnessi nel meccanismo di trasmissione del “Quantitative and qualitative easing” di Kuroda:

- La riduzione dei tassi di interessi reali di lungo periodo e dei premi sui rischi. Il “Quantitative and qualitative easing” ha il potere di abbassare i premi dei mercati finanziari tramite l’acquisto di titoli governativi a scadenza lunga.
- L’innalzamento delle aspettative di inflazione, attraverso una comunicazione più efficace della Banca del Giappone, porterebbe ad un abbassamento dei tassi di interesse reali sul lungo periodo, stimolando quindi le attività reali nel breve periodo.
- Bilanciamento del portfolio degli operatori finanziari. L’acquisto di titoli di Stato della Banca del Giappone eccede l’emissione degli stessi da parte del Governo per i due anni a venire, e ciò dovrebbe portare a un maggior bilanciamento, data l’influenza che il mercato dei titoli di Stato esercita sugli altri mercati dei titoli, del portfolio degli operatori finanziari, inclusi quelli più propensi al rischio e alla concessione di credito.
- Il deprezzamento del tasso di cambio, che è un prodotto dei precedenti elementi, diviene un meccanismo cruciale di trasmissione del “Quantitative and qualitative easing” per innalzare i prezzi delle importazioni e il tasso di inflazione¹⁰

Yoshikawa Tomio (2016) osserva come a fine 2015 l’espansione monetaria abbia sbloccato gli investimenti delle aziende, causando una ripresa generale dell’economia. Anche i mercati hanno reagito bene, con l’indice Nikkei che supera quota 200000 punti nell’estate del 2015, salvo tuttavia crollare subito dopo a causa di fattori esogeni quali il rallentamento dell’economia cinese. Lo studioso nota infine che la Banca del Giappone ha annunciato una nuova fase di politica monetaria per il 2016, consistente nel portare i tassi di interesse nominali sotto lo zero al fine di raggiungere l’obiettivo del 2% di inflazione che appare ancora distante¹¹.

Maggiormente critico è Kaneko Sadayoshi, (2016) il quale, pur riconoscendo alla politica monetaria di Kuroda il merito di aver raggiunto alcuni risultati quali la ripresa dei mercati finanziari, critica le

¹⁰ Botman, D. 2015, “Abenomics: Lessons Learned from two decades of unconventional monetary policies”, International Monetary Fund Working Papers.

¹¹ 富夫 吉川、2016. 『時代背景から見たアベノミクスの政治 経済分析』、大阪軽暖論集、第67巻号2。

basi teoriche stesse di una politica monetaria espansiva¹². Infatti, l'ingente immissione di liquidità da parte della Banca del Giappone è rimasta confinata nei depositi che le banche detengono presso di essa, in quanto gli intermediari finanziari erano restii a finanziare le imprese in un clima percepito ancora come incerto. L'enorme offerta di moneta è stata messa solo parzialmente al servizio dell'economia reale, grazie alla politica fiscale espansiva attuata dal Ministero delle Finanze¹³. Tuttavia, ciò è sufficiente solamente per una ripresa momentanea dell'economia, ma non per instaurare solide strategie di crescita, dato che le imprese fanno fatica ad ottenere finanziamenti per i loro investimenti. La conclusione da trarre è che una maggiore credibilità dimostrata dall'Autorità monetaria potrebbe convincere gli intermediari finanziari a depositare di meno e a concedere finanziamenti con maggiore facilità.

Yaoita Shumpei (2016) individua il mancato raggiungimento dell'obiettivo del 2% di inflazione principalmente in un mancato aumento dei salari reali dovuto al fatto che le imprese non riescono a realizzare abbastanza profitti, essendo limitate negli investimenti dalla difficoltà con cui le banche concedono finanziamenti, un tratto che si è visto essere presente nelle analisi di diversi studiosi¹⁴.

Anche Inoue Iroyuki (2016) concorda sul fatto che il reddito di famiglie e imprese non sia sufficientemente aumentato per stimolare consumi e investimenti, e alla luce di ciò giustifica l'annuncio della politica dei tassi di interesse negativi annunciata dalla Banca del Giappone per incentivare la circolazione di liquidità nel circuito dell'economia reale¹⁵.

Vi è chi poi, come Tooru Ishii, (2017) ritiene che le politiche monetarie dell'Abenomics non costituiscano di per sé una novità a livello mondiale, in quanto seguirebbero piuttosto il trend globale di politiche monetarie ultra-espansive in seguito alla crisi finanziaria mondiale del 2008¹⁶. Constatato il fallimento oggettivo rispetto all'obiettivo del 2% di inflazione, lo studioso ritiene che esso possa essere raggiunto solamente incrementando ancor di più la collaborazione tra la Banca del Giappone e il Ministero delle Finanze in senso ulteriormente espansivo. Questa affermazione è dunque critica rispetto all'inversione di rotta della politica fiscale, la quale ha agito in senso espansivo durante il primo anno di Abenomics, salvo poi invertire la rotta nel 2014 con l'aumento dell'imposta sui consumi.

¹² 金子 貞吉. 2016. 『日銀の金融的緩和と国債』、中央大学経済研究所年報 第48号。

¹³ Ibid.

¹⁴ 矢尾板 俊 平. 2016. 『日本経済再生と安倍政権の経済政策』、淑徳大学研究紀要、第50号。

¹⁵ 井上 裕行. 2016. 『アベノミクス3年間の実績を踏まえた政策評価』、東京経大会誌 第293号。

¹⁶ 石井 徹. 2017. 『アベノミクスの有効性についての研究』、つくば国際大学研究紀要、第27号。

Lechevalier e Monfort (2017) forniscono un'analisi complessiva di tutte le tre componenti dell'Abenomics (politica monetaria, politica fiscale, riforme strutturali), riconoscendo alla politica monetaria e a quella fiscale il merito di aver cambiato pagina rispetto alle politiche del passato, portando il paese a raggiungere dei risultati positivi negli indicatori macroeconomici¹⁷. Con l'Abenomics è stato dato l'avvio ad un nuovo corso per la politica monetaria, la quale è stata lodata anche da economisti di fama mondiale come Krugman¹⁸. Infatti, il merito principale attribuito alla politica monetaria del governo Abe sta nell'aver rotto con l'eccessiva prudenza che caratterizzava le politiche del passato. Questo fatto è testimoniato anche dall'alternanza dei due governatori della Banca del Giappone sotto Abe. A Shirakawa (2008-2013), che sosteneva che le cause della deflazione fossero al di fuori del controllo della Banca¹⁹, è succeduto Kuroda (2013-) uomo di fiducia del premier Abe ed esponente della cosiddetta corrente "reflazionista" (リフレ派 in Giapponese), ovvero di un pensiero che concepisce una politica monetaria espansiva funzionale all'uscita dalla deflazione. Ai quattro canali di trasmissione individuati da Bootman (e illustrati in precedenza), Lechevalier e Monfort aggiungono la considerazione quantitativa di un aumento sempre crescente dell'offerta complessiva di moneta, che era raddoppiata nel 2015, e la constatazione che dopo l'introduzione di una politica di tassi di interesse negativi da gennaio 2016, la Banca del Giappone ha introdotto nel settembre dello stesso anno una politica di controllo della curva dei rendimenti. Questi aspetti delle fasi della politica monetaria giapponese verranno analizzati dettagliatamente nel capitolo secondo. La conclusione dei due autori è che Kuroda, pur non essendo riuscito a raggiungere l'obiettivo del 2% di inflazione, abbia portato il paese fuori dalla cronica deflazione che lo affliggeva da vent'anni. Infatti, dal 2013 il tasso di inflazione medio del Giappone è stato dello 0,5%, rispetto al -1% registrato durante i cinque anni in cui Shirakawa è stato governatore della Banca del Giappone.

Sul versante europeo, il minimo comun denominatore di tutte le analisi è rappresentato dalla constatazione del fatto che la politica monetaria non esercita gli stessi effetti in ogni Paese membro, data l'eterogeneità delle singole economie nazionali. A tal proposito già a partire dal 2007 la stampa anglosassone ha coniato il termine "PIIGS", un acronimo che sta ad indicare gli Stati ritenuti essere il fanalino di coda dell'Unione Monetaria Europea: Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia, Spagna²⁰. Gli

¹⁷ Lechevalier, S., Monfort, B. 2017, "Abenomics: has it worked? Will it ultimately fail?", Japan Forum.

¹⁸ Krugman, P. 2013, "Japan the model", The New York Times. <https://www.nytimes.com/2013/05/24/opinion/krugman-japan-the-model.html>

¹⁹ Shirakawa, M. 2012, "Sustainability of public debt: preconditions for the stability of the financial system and prices" Bank of Japan.

²⁰ "PIIGS", Enciclopedia Treccani. <http://www.treccani.it/enciclopedia/piigs/>

analisti quindi hanno sempre distinto gli effetti delle politiche monetarie dell'Eurozona tra i paesi membri non toccati dalla crisi e i PIIGS. Anche l'attuale Governatore, e artefice di tutti i programmi di politica monetaria non convenzionale, della Banca Centrale Europea Mario Draghi si è espresso diverse volte. In un discorso tenuto al Wirtschaftstag a Berlino nel 2013 ha affermato che "l'attuale unione economica e monetaria è più estesa e variegata rispetto ad un singolo Stato, come ad esempio la Germania (...). Tutti i policy makers devono prendere coscienza del fatto di appartenere ad un'Unione monetaria comune e che dunque le loro decisioni hanno delle conseguenze su tutti gli altri Stati Membri (...)"²¹. L'anno successivo in occasione dei duecento anni della Banca d'Olanda, Draghi ha tenuto un discorso in cui diceva che: "abbiamo riscontrato gravi problemi nella trasmissione della politica monetaria nell'Eurozona, con grandi livelli di eterogeneità. Questo fatto ha richiesto l'intervento di misure non convenzionali fatte su misura per contrastare le frizioni che abbiamo rilevato"²². L'eterogeneità di cui tanto si parla sembra quindi essere correlata al grado di coordinamento delle decisioni di politica economica tra i diversi Paesi membri. Si può dunque facilmente intuire l'ampiezza del filone di studi che ha esaminato l'eterogeneità dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria europea, sotto molteplici aspetti. Un importante punto di convergenza degli studi è rappresentato dal consenso circa gli effetti dell'aumento consistente di liquidità fornita dalla Banca Centrale dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano. Come viene affermato da Quint e Tristani (2017), lo shock causato dalle due crisi ha provocato una notevole diminuzione degli investimenti, e la liquidità iniettata sul mercato dalla BCE ha giocato un ruolo importante nell'attenuare l'impatto macroeconomico dello shock. Secondo le stime degli autori, lo spread interbancario sarebbe stato almeno 200 punti più alto senza l'intervento della Banca Centrale dopo la crisi del debito sovrano²³. Mentre, indagando maggiormente gli aspetti di eterogeneità della trasmissione della politica monetaria, Jäger e Grigoriadis (2017), nell'analizzare gli effetti delle politiche monetarie non convenzionali dell'Unione Europea, hanno affermato che il programma di "Outright Monetary Transactions" ("OMT")²⁴ ha ridotto lo spread dei titoli di Stato per tutta l'Eurozona,

²¹ Draghi, M., 2013. "Stable euro, strong europe", Discorso tenuto al Wirtschaftstag, Berlino. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130625_1.en.html. (Traduzione dall'Inglese dell'autore).

²² Draghi, M., 2014. "Monetary policy communication in turbulent times." Discorso tenuto alla conferenza per i 200 anni della Banca d'Olanda, Amsterdam. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140424.en.html>. (Traduzione dall'Inglese dell'autore)

²³ Quint, D., Tristani, O. 2017, "Liquidity provision as a monetary policy tool: The ECB's non-standard measures after the financial crisis", *Journal of International Money and Finance*.

²⁴ Dal Dizionario di Economia e Finanza Treccani: OMT (Outright Monetary Transactions) Programma di interventi sul mercato dei titoli di Stato dell'eurozona annunciato dal presidente della BCE, M. Draghi, alla conferenza stampa del 6

mentre le precedenti misure di riduzione del tasso di interesse sui depositi a 0 e sulla ridefinizione dei programmi di rifinanziamento a lungo termine (I cosiddetti “LTROs”) aveva abbassato lo spread solamente per i paesi non intaccati dalla crisi. L’ OMT ha avuto un effetto benefico sugli Stati maggiormente colpiti dalla crisi finanziaria, a costo tuttavia di assistere all’aumento del loro debito pubblico²⁵. Georgiadis (2015) sostiene che i meccanismi di trasmissione della politica monetaria negli Stati membri mostra asimmetrie dovute proprio a fattori strutturali delle singole economie²⁶. Ciccarelli et al. (2013) a questo proposito dimostra che le asimmetrie si sono notevolmente esacerbate dopo la crisi finanziaria e quella del debito sovrano²⁷. Altavilla et al. (2016) aggiunge un ulteriore elemento all’analisi e dimostra che l’eterogeneità della trasmissione degli shock dei tassi di interesse sui tassi dei prestiti dipende da caratteristiche specifiche del sistema bancario quali il capital ratio, l’esposizione al debito sovrano e la percentuale di crediti inesigibili (i “non performing loans”)²⁸. Burriel e Galesi (2016) sottolineano come gli Stati con fragili sistemi bancari abbiano beneficiato molto poco degli effetti delle politiche monetarie europee non convenzionali soprattutto in termini di aumento della produzione. Questa marcata eterogeneità implica che gli effetti complessivi sull’economia reale dell’Unione monetaria nel suo complesso vengono significativamente compressi. Gli autori pertanto ritengono che per l’Eurozona effetti maggiori si abbiano con politiche monetarie convenzionali, che agiscono sul tasso di interesse, piuttosto che con misure non convenzionali, come quelle adottate dalla

settembre 2012. Esso autorizza il Consiglio direttivo della BCE potrà decidere di attuare operazioni di acquisto a pronti di tali titoli sul mercato secondario con l’obiettivo di ripristinare il corretto e omogeneo funzionamento del processo di trasmissione della politica monetaria in tutti i Paesi membri, rispettando determinati vincoli e modalità operative. È previsto che gli interventi possano essere messi in atto solo nei confronti di Paesi che hanno ottenuto un programma di finanziamento dai fondi europei di salvataggio, rispettandone la condizionalità. L’OMT può anche essere di tipo precauzionale – cioè, senza utilizzo effettivo di risorse finanziarie. Gli acquisti avverranno su titoli con scadenza breve, compresa fra uno e tre anni. Gli eventuali acquisti non avranno limiti di importo prefissati, e la BCE si impegna a rinunciare, per tali operazioni, al suo status di creditore preferenziale, accettando quindi un trattamento pari-passo con quello di altri nel caso di insolvenza. Gli effetti degli interventi sulla liquidità del sistema bancario saranno interamente sterilizzati, rendendo note le informazioni statistiche relative agli acquisti con frequenza settimanale.
http://www.treccani.it/enciclopedia/omt_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

²⁵ Jäger, J., Grigoriadis, T. 2017, “The effectiveness of the ECB’s unconventional monetary policy: Comparative evidence from crisis and non-crisis Euro-area countries”, *Journal of International Money and Finance*.

²⁶ Georgiadis, G. 2015, “Examining asymmetries in the transmission of monetary policy in the euro area: evidence from a mixed cross-section global VAR model”, *European Economic Review*.

²⁷ Ciccarelli, M., Maddaloni, A., Peydró, J.-L. 2013, “Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the eurozone” *Economic Policy*.

²⁸ Altavilla, C., Canova, F., Ciccarelli, M. 2016, “Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through.” ECB Working Paper No. 1978.

BCE dopo il 2013, le quali mirano ad accrescere la liquidità circolante attraverso acquisti mirati di titoli²⁹. Nell'ambito degli studi sugli effetti della politica monetaria sulla disuguaglianza, Ko³⁰ (2015), Motta e Tirelli³¹ (2014), e Areosa e Areosa³² (2016) hanno dimostrato, utilizzando il modello macroeconomico neokeynesiano DSGE, che quando una Banca Centrale sopravvaluta la segmentazione del mercato del lavoro, e dunque le differenze di reddito, la sua politica monetaria causa perdite di benessere maggiori, rispetto a quando le differenze di reddito vengono accuratamente considerate. Ciò conduce inevitabilmente a una maggiore percentuale di disoccupazione e quindi a una minor percentuale di consumo sia per i lavoratori specializzati che per quelli con competenze generiche. Per quanto riguarda l'Eurozona più nello specifico, Claeys et al.³³ (2015) e Bernoth et al.³⁴ (2015) hanno valutato il rischio di un'emersione di disuguaglianze sul reddito in Europa dopo la politica di acquisto di asset su larga scala ("large-scale asset purchasing program") annunciata dalla BCE nel 2015. Entrambi sono concordi sul fatto che nel breve periodo una politica monetaria ultra-espansiva aumenti i prezzi degli asset e quindi inasprisca ulteriormente le disuguaglianze di reddito in Europa. Tuttavia, entrambi ritengono che se tali politiche stimolano a dovere l'economia, nel medio-lungo periodo si assisterebbe ad un miglioramento dell'occupazione e del reddito delle famiglie più povere, riducendosi quindi la disuguaglianza. Inoltre, Casiraghi et al. (2016), ha sfidato questa visione che concepisce le misure non convenzionali della BCE come fonte di disuguaglianza. L'autore afferma che l'effetto redistributivo di qualunque tipo di politica monetaria è trascurabile, poiché i redditi delle famiglie più povere sono maggiormente influenzati dal miglioramento delle condizioni macroeconomiche generali³⁵. Vi è chi poi invece, come Guerello (2017), sostiene l'ineluttabilità della disuguaglianza portata da politiche monetarie espansive, il cui effetto tuttavia può essere smorzato dall'azione di una politica fiscale che si coordini nella stessa direzione della politica monetaria. È il caso dei Paesi Bassi, dove la politica fiscale altamente redistributiva bilanciando la composizione

²⁹Burriel, P., Galesi, A. 2016, "Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries", *European Economic Review*.

³⁰Ko, D. 2015, "Inequality and optimal monetary policy" Mimeo.

³¹ Motta, G., Tirelli, P. 2014, "Limited asset market participation, income inequality and macroeconomic volatility." Lancaster University of Management School, Working Paper, vol. 65170975.

³² Areosa, W.D., Areosa, M.B., 2016. "The inequality channel of monetary transmission.", *Journal of Macroeconomics*.

³³ Claeys, G., Darvas, Z., Leandro, A., Walsh, T., 2015., "The effects of ultra-loose monetary policy on inequalities" *Brugel Pol. Contrib.* 2015 (9), 1–23.

³⁴Bernoth, K., Koning, P.J., Beckers, B., Forti Grazzini, C., 2015. "Quantitative Easing – what are the side effects on income distribution: in-depth analysis." *Polikberatung Kompact*.

³⁵ Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L., Secchi, A., 2016. "A "Reverse Robin Hood" ? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households." *Bank of Italy Working Paper*.

nazionale del reddito smorza le distorsioni di misure di politica monetaria espansiva³⁶. Un filone della politica monetaria non ancora completamente esplorato è quello degli effetti che l'annuncio (e non l'attuazione) di nuove politiche monetarie da parte della Banca Centrale ha sugli attori economici. In particolare, secondo Yin et al. (2010), il modo in cui l'andamento dei titoli bancari risponde a determinati annunci di politica monetaria non riflette solo il loro impatto sulla performance della banca in questione, ma rappresenta anche un barometro che misura l'efficacia di quella politica monetaria nel regolare l'economia³⁷. La Banca Centrale può quindi giocare un ruolo importante con i propri annunci, di guida per tutto il settore bancario. Come dimostrato da Coeure (2013), membro dell'Executive Board della Banca Centrale Europea, la BCE ha svolto tale ruolo all'indomani della crisi del debito sovrano del 2011, ponendosi come unico punto di riferimento nel mercato interbancario e permettendo alle banche in difficoltà di prendere a prestito dalla BCE con operazioni di rifinanziamento a lungo termine vantaggiose. La BCE è diventata quindi il prestatore, nei confronti delle banche, di ultima e, qualche volta, di prima istanza, salvando molte banche da un possibile fallimento³⁸. Coerentemente con questa linea di condotta, le banche hanno reagito in maniera più che positiva agli annunci di politica monetaria non convenzionale dopo il 2013, facendo registrare una performance migliore rispetto ai tempi in cui la politica monetaria era basata sullo strumento tradizionale di manipolazione del tasso di interesse (Ricci, 2014)³⁹. Volendo indagare più nello specifico il ruolo della BCE nell'influenzare le aspettative di ripresa economica negli Stati membri, Galariotis et al. (2017), ha dimostrato che gli annunci di politica monetaria convenzionale, prima del 2013, hanno avuto un effetto positivo sulle aspettative per gli Stati più prosperi dell'Eurozona e debole per quelli alla periferia economica. D'altro canto, gli annunci di misure non convenzionali di politica monetaria, dopo il 2013, hanno registrato effetti negativi sulle aspettative degli Stati forti economicamente e questa constatazione contrasta con la credenza generale della letteratura per cui

³⁶ Guerello C. 2017, "Conventional and unconventional monetary policy vs. household's income distribution: An empirical analysis for the Euro Area", *Journal of International Money and Finance*.

³⁷ Yin, H., Yang, J., Handorf, W.C., 2010. "State dependency of bank stock reaction to federal funds rate target changes.", *The Journal of Financial Research*.

³⁸ Coeure, B., 2013, "Where to exit to? Monetary policy implementation after the crisis.", Discorso tenuto alla quindicesima Conferenza di Ginevra sulla World Economy dal titolo "Exit strategies: time to think about them". <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130503.en.html>.

³⁹ Ricci, O. 2014, "The impact of monetary policy announcements on the stock price of large European banks during the financial crisis", *Journal of Banking & Finance*.

annunci di politica monetaria non convenzionale, soprattutto in tempi di crisi, portano invece ad un aumento della fiducia da parte degli attori economici circa una possibile futura ripresa⁴⁰.

Il problema principale dell'Eurozona sembra essere quello di capire come i vari Stati reagiscano ad uno stesso tipo di politica monetaria decisa da un'Istituzione Sovranazionale come la BCE. In particolar modo, soprattutto dopo la crisi greca, si è avvertita la necessità di uniformare maggiormente le politiche fiscali dei singoli Stati nella direzione della politica monetaria, poiché si è constatato il fallimento delle precedenti politiche di austerità che hanno prodotto come risultati nei Paesi alla periferia economica d'Europa un alto tasso di disoccupazione con conseguente ristagno di consumi e domanda aggregata. Rimane ancora da capire se effettivamente ci sia la volontà da parte degli Stati più forti di concedere più flessibilità nella conduzione delle politiche fiscali agli Stati nella periferia, a costo di aumentare il debito pubblico, e di uniformare le proprie politiche fiscali, in genere restrittive, alla direzione della politica monetaria.

Storicamente, momenti di grave crisi economica e finanziaria, quali per esempio la Grande Depressione, gli shock petroliferi degli anni Settanta o la crisi finanziaria del 2008, hanno funto da motore propulsore per nuovi dibattiti e considerazioni circa il ruolo della politica monetaria, con il formarsi progressivo di nuove teorie e scuole di pensiero. L'indagine di questo lavoro partirà proprio da un framework teorico, che servirà da base per il confronto con i dati empirici trovati e analizzati. Nella prima parte passerò in rassegna le varie correnti di pensiero che hanno formulato teorie di politica monetaria influenti nel panorama politico economico attuale: i neokeynesiani e il pensiero neoliberalista nella sua accezione monetarista. Di tutte queste correnti verranno messe in evidenza analogie e differenze al fine di ottenere un quadro chiaro dei vari orientamenti. In particolare, nella trattazione verranno privilegiati gli aspetti distintivi delle correnti. Per quanto riguarda i neokeynesiani verrà preso in considerazione il principio di non neutralità della moneta, antitetico rispetto ai neoliberalisti, espresso da Minsky, e l'idea che shock finanziari esogeni possano essere contrastati al meglio con l'attuazione di politiche monetarie espansive e coordinate con la politica fiscale (policy mix)⁴¹. A corroborare il quadro teorico neokeynesiano verranno proposti pareri di illustri esponenti di tale scuola, come ad esempio Ben Bernanke, riguardo le soluzioni da apportare per correggere situazioni problematiche per

⁴⁰Galariotis, E., Makrichoriti, P., Spyrou, S. 2017, "The impact of conventional and unconventional monetary policy on expectations and sentiment", *Journal of Banking and Finance*.

⁴¹Ingham, G. 2016, "La natura della moneta", Fazi ed. In questo volume l'autore, rifacendosi anche a Minsky, formula una teoria "eterodossa" della moneta, vista non più come un velo neutro, ma piuttosto come tecnologia sociale traente le sue origini da rapporti asimmetrici di credito-debito che data la loro natura possono divenire fonte di instabilità.

l'economia, una su tutte la Grande Deflazione giapponese. Sul versante neoliberista verranno evidenziati invece il principio di neutralità della moneta e, più in generale, la concezione di equilibrio spontaneo dei mercati e di aspettative razionali che guidano gli agenti economici. Questi concetti divengono funzionali per delineare la concezione di politica economica neoliberista: prevalenza di regole meccaniche, invece che di condotta discrezionale, minima interferenza nel funzionamento dei mercati, vincoli amministrativi, quali ad esempio la Riserva Obbligatoria imposta alle Banche dalla Banca Centrale, ridotti al minimo. Successivamente analizzerò quali sono i problemi e i dilemmi che l'Autorità monetaria si trova ad affrontare nello svolgimento delle proprie politiche. Tratterò del problema della credibilità della condotta di politica monetaria e delle aspettative, del principio di incoerenza temporale, rifacendomi al contributo più importante in questo ambito dato dallo studio di Kydland e Prescott⁴², e del conflitto "rules vs discretion". Avendo delineato il profilo della Banca Centrale, descriverò le caratteristiche differenti che intercorrono tra politiche monetarie convenzionali e non-convenzionali. Le prime hanno come strumento principale la definizione del tasso di interesse ufficiale con l'obiettivo di solito di mantenere un tasso d'inflazione target costante e la stabilità dei prezzi. Le seconde, invece, differiscono sia per strumenti, la crescita della base monetaria ad esempio, che per finalità, come la lotta alla deflazione tramite stimolo della domanda aggregata. L'ultima sezione della prima parte teorica verrà infine dedicata ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Nel condurre l'analisi, seguirò studi e contributi antecedenti il periodo che voglio analizzare (dal 2013 in poi), in modo da poter successivamente instaurare un confronto tra quella che era la letteratura *ante* 2013 e invece i risultati empirici che avrò individuato ed elaborato nella seconda parte. Tradizionalmente i canali di trasmissione della politica monetaria sono stati individuati nelle aspettative di famiglie e imprese, nelle variazioni dei prezzi (e rendimenti) di asset finanziari sia mobili che immobili, nelle variazioni dei tassi di interesse interbancari e dei mercati finanziari, e nella variazione del tasso di cambio. Tutti i fattori nominati in precedenza a loro volta modificano la domanda aggregata, e quindi la produzione di breve periodo, esercitando pressioni inflazionistiche positive o negative a seconda del tipo di politica monetaria. Per quanto riguarda il tasso di cambio è utile aggiungere e studiare il suo impatto sui prezzi di importazioni/esportazioni, i quali a loro volta determinano un impatto sull'inflazione. Nel considerare il meccanismo delle aspettative prenderò in esame lavori e modelli come quello di Eggertsson (2003) che è stato elaborato proprio per una economia che si trovi ad avere i tassi di interesse al minimo (Zero Lower Bound Rate o ZLBR),

⁴² Kydland, F., Prescott E. 1977, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", Journal of Political Economy.

calzante dunque per spiegare il caso giapponese. Si ritiene che aspettative inflattive alte provochino un aumento della produzione in quanto, dato il tasso di interesse nominale, il tasso di interesse reale diminuisce a causa di un maggiore tasso di inflazione atteso. Quest'ultimo passaggio è benefico sia per stimolare consumi che investimenti⁴³. L'impatto sugli asset viene invece descritto da autori quali Jens H.E. Christensen e James M. Gillan. I due economisti hanno studiato gli effetti del "Quantitative easing" della Federal Reserve Bank, la Banca Centrale Statunitense, individuando, tra le altre cose, nella modifica del grado di liquidità del portafoglio della Banca Centrale un modo per ridurre la vischiosità dei prezzi degli asset, ovvero per diminuirne i tempi di aggiustamento a fronte di variazioni di domanda e offerta, e quindi migliorare le condizioni di compravendita azionaria⁴⁴. L'influenza che la politica monetaria esercita sui tassi di interesse interbancari, sui depositi, e su prestiti a tasso variabile come i mutui è spiegata in maniera chiara da un report della Banca di Inghilterra del 1999⁴⁵. Ipotizzando un aumento del tasso di interesse ufficiale deciso dall'Autorità monetaria, ne consegue che le banche varieranno nella stessa direzione il tasso concesso per prestiti quali mutui, e il tasso sui depositi in modo tale da mantenere più o meno invariato il proprio margine di guadagno, senza rischiare di perdere clienti.

Conclusa la prima parte interamente teorica, entrerò nel vivo dell'analisi empirica delle politiche monetarie condotte da Giappone ed Unione Europea a partire dal 2013 nella seconda e nella terza parte rispettivamente. Dopo aver ripercorso le varie tappe cronologiche riguardanti gli annunci di diverse decisioni di politica monetaria (incluso anche i recentissimi sviluppi, ovvero la conferma di Kuroda Haruiko come governatore della Banca del Giappone, la nomina dei vice governatori della Banca del Giappone⁴⁶ e del vice governatore della Banca Centrale Europea⁴⁷), utilizzando fonti primarie quali i report statistici della Banca Centrale Europea e della Banca del Giappone analizzerò, e in alcuni casi rielaborerò in forma grafica, gli effetti delle politiche monetarie. Verranno presi in

⁴³Eggertsson, G., Woodford, M. 2003, "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy", *Brooking Papers on economic activity*.

⁴⁴ Christensen, J. H.E., Gillan. J. M. 2017, "Does Quantitative Easing Affect Market Liquidity?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2013-26*.

⁴⁵ "The transmission mechanism of monetary policy", *Bank of England*, 1999.

⁴⁶ 『政府は黒田総裁を再任、副総裁に雨宮氏と若田部氏』、*Bloomberg Jp.*, 2018.

<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-02-16/P44OQE6K50YA01>

⁴⁷ "Vicepresidenza Bce, De Guindos nominato dall'Eurogruppo", *La Repubblica*. 2018. http://www.repubblica.it/economia/2018/02/19/news/vicepresidenza_bce_1_irlandese_lane_si_ritira_dalla_corsa_strada_spianata_a_de_guindos-189237090/

considerazione i cambiamenti nella composizione del portafoglio delle Banche Centrali, la variazione di prezzi e rendimenti di titoli sia a breve che a lungo termine, la variazione dei tassi di interesse, del livello di inflazione e delle aspettative e quindi di produzione, consumi e investimenti. Cercherò anche di spiegare le motivazioni degli aggiustamenti delle politiche, come ad esempio il passaggio da un “Quantitative and Qualitative easing” ad una politica basata su tassi di interesse negativi e successivamente sul controllo della curva dei rendimenti in Giappone.

Nella quarta e conclusiva parte opererò un confronto su due livelli. Dapprima raffronterò i dati, sia riguardanti la Banca del Giappone che la Banca Centrale Europea, della seconda parte con la letteratura della prima parte, individuando eventuali scollamenti tra teoria e realtà empirica. Successivamente proverò a chiarire criticità, similitudini e differenze tra le condotte della Banca Centrale Europea e della Banca del Giappone per il periodo preso in esame. Da questa ultima analisi ipotizzerò fino a dove possano spingersi politiche monetarie non convenzionali in momenti di crisi e la loro efficacia dal punto di vista temporale. Entrambi questi ambiti non sono ancora stati trattati in maniera completa dalla letteratura attuale. Il presente lavoro ha come elementi di novità il fatto di indagare l’impatto delle varie fasi di politica monetaria giapponese ed europea su tutti i canali di trasmissione, laddove invece la maggior parte delle ricerche di politica monetaria si concentra sull’indagine di uno o due canali senza considerare l’interesse dell’azione monetaria. Inoltre, questa ricerca cerca di cogliere i risultati degli ultimi cinque anni di politiche monetarie innovative sia in Giappone che in Europa; la letteratura attuale non offre generalmente una prospettiva così ampia arrivando a focalizzarsi su periodi più brevi o su singole fasi della politica monetaria. Un altro elemento di novità è rappresentato dal fatto stesso di scegliere di paragonare due sistemi economici, Giappone ed Unione Europea, caratterizzati dagli stessi malesseri, ma che presentano limiti strutturali differenti, nel primo caso si parla di uno Stato che gode di sovranità monetaria, nel secondo invece di un’Unione Monetaria in cui la sovranità monetaria è condivisa dagli Stati membri, al fine di individuare somiglianze e differenze, problemi comuni e possibili strategie future.

Capitolo primo

Teorie di politica monetaria

1.1 Il dibattito riguardante la politica monetaria

Nella storia dell'umanità i momenti di crisi generano sempre dibattiti, riflessioni volte non solo ad indagare le cause del fenomeno, ma anche a formulare nuove teorie antitetiche rispetto a quelle mainstream, spesso accusate di aver giocato un ruolo importante nel provocare la crisi. Inoltre, come ha ben puntualizzato Cicerone, "historia magistra vitae". Sovente infatti a momenti di crisi non si è accompagnata tanto la formulazione di nuove dottrine, quanto piuttosto il ritorno al passato, ad antichi maestri che a loro volta avevano affrontato crisi simili a quelle attuali. L'ottica è che analizzando similarità e *pattern* già discussi da pensatori illustri si possa comprendere meglio la criticità del presente e risolverla. Le recenti crisi economico-finanziarie del 2008 e del 2011 hanno inevitabilmente prodotto interrogativi riguardo sia le cause contingenti sia tutto l'impianto teorico sottostante, riabilitando teorie e scuole economiche eterodosse rispetto al pensiero neoliberista. Il neoliberismo con il suo forte accento sul raggiungimento dell'equilibrio spontaneo dei mercati, sulla stabilità intrinseca dei mercati finanziari, sull'informazione perfetta e accessibile a tutti gli operatori economici e sulla razionalità degli stessi è stato fortemente messo in discussione da fenomeni che, al contrario, hanno messo in evidenza situazioni di disequilibrio, instabilità dei mercati e irrazionalità nei comportamenti degli attori economici. Sono state riviste le posizioni di economisti, quali Keynes e Minsky, il cui pensiero certamente non si può definire allineato al paradigma neoliberista⁴⁸. Dopo il 2008 si è recuperata l'espressione "Minsky moment", coniata da Paul Mc Culley nel 1998, l'anno successivo alla crisi del Sud-Est asiatico, e indicante il tracollo improvviso dei mercati finanziari a seguito di intense fasi speculative⁴⁹. Non vi è dunque molto da stupirsi nell'assistere dopo il 2008 alla riabilitazione di un economista che, come si analizzerà successivamente, predicava il principio di non neutralità della moneta e di conseguente intrinseca instabilità dei mercati finanziari, e più in generale del sistema capitalistico. La riconsiderazione di Keynes si inquadra invece in una logica più generale che vede la dottrina dell'economista britannico e soprattutto dei suoi discepoli, i cosiddetti neokeynesiani, come contrapposta al pensiero neoliberista. Alla sempre più crescente deregolamentazione finanziaria in cui il confine tra banche e istituzioni finanziarie risulta assai sfumato e vi è scarsità di vincoli amministrativi imposti agli intermediari finanziari, i neokeynesiani oppongono una visione in cui lo Stato e la Banca Centrale svolgono un ruolo attivo nel monitorare il comportamento degli intermediari finanziari e nel disciplinare il funzionamento dei mercati tramite

⁴⁸ Emblematico a tal proposito il titolo di un convegno organizzato dalla la Fondazione A.J. Zaninoni e dal Dipartimento di Scienze economiche dell'Università di Bergamo nel settembre 2012 dal titolo "La crisi finanziaria e i suoi sviluppi: gli insegnamenti di Hyman Minsky".

⁴⁹ "Minsky moment", Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/m/minskymoment.asp>

politiche economiche anticicliche. Ne consegue che, dato il carattere finanziario dello shock Lehman Brothers e della crisi del debito sovrano in Europa, anche la concezione di politica monetaria sia stata sostanzialmente rivalutata. Nei due decenni antecedenti la crisi la maggior parte delle Banche Centrali condivideva pratiche di politica monetaria dette di “inflation targeting”. “Esso si basa su due principi. Il primo è che l’obiettivo primario della politica monetaria è quello di mantenere l’inflazione stabile e bassa. Il secondo è che il modo migliore per raggiungere questo obiettivo è quello di seguire, esplicitamente o implicitamente, una regola sul tasso di interesse, ovvero una regola che consenta al tasso di policy di variare in risposta a variazioni dell’inflazione e dell’attività economica.”⁵⁰ Questo schema si era rivelato di successo in Europa e negli Stati Uniti negli anni Novanta, quando effettivamente contenere e stabilizzare il tasso di crescita dell’inflazione e le fluttuazioni del ciclo economico era un problema urgente. Tuttavia, l’arrivo della crisi del 2008 ha messo in discussione molti dei postulati precedenti. Ci si è domandati se, una volta che l’economia abbia raggiunto il cosiddetto zero lower bound, ovvero tassi di interesse prossimi allo zero, esistano altri strumenti con cui la Banca Centrale possa stimolare l’economia. Parallelamente, la grande centralità assunta dai mercati finanziari nel determinare la crisi ha portato a riflettere sull’indirizzo dell’azione dell’Autorità monetaria, orientato non solo su produzione e inflazione, ma anche e soprattutto ad influenzare i prezzi e i rendimenti delle attività finanziarie, e a scongiurare il formarsi di bolle speculative finanziarie e nei mercati immobiliari. Alcuni economisti, il più illustre dei quali è Paul Krugman, hanno da sempre visto nel Giappone un precursore storico di quei fenomeni di crisi dell’economia capitalistica che le altre economie avanzate del pianeta avrebbero successivamente affrontato. Situazioni di trappola di liquidità, stagnazione economica, deflazione, disoccupazione e precarizzazione del lavoro, caratteristiche delle economie avanzate post crisi del 2008, erano ben familiari ai policy maker nipponici fin dallo scoppio della bolla speculativa agli inizi degli anni Novanta. Pertanto, il mondo occidentale ha cercato di trarre ispirazione dalle pratiche di politica monetaria adottate dal Paese del Sol Levante per cercare di uscire da una situazione così problematica tanto da essere stata definita da molti storici “il ventennio perduto”⁵¹. Dunque, al fine di meglio comprendere le caratteristiche della politica monetaria giapponese a partire dal lancio dell’Abenomics e di quella dell’Unione Europea all’indomani della crisi del debito sovrano è opportuno analizzare il ruolo che la politica monetaria

⁵⁰ Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F. 2016, “Scoprire la macroeconomia. Un passo in più”, il Mulino.

⁵¹ Si veda come esempio di opera che incoraggia il mondo occidentale a prendere a modello la politica monetaria giapponese dell’“Abenomics”, Paul Krugman, 『そして日本経済が世界の希望になる』、PHP新書、2013。

ricopre nelle due scuole di pensiero precedentemente menzionate: i neokeynesiani e i neoliberisti (nella loro corrente monetarista).

1.2 La posizione neokeynesiana

La scuola neokeynesiana accetta il principio della neutralità della moneta, postulato dall'economia classica, ma solamente per il lungo periodo. Questa assunzione implica che anche per i neokeynesiani, in linea teorica, nel lungo periodo la politica monetaria non sia in grado di influire sulla produzione, ma unicamente sulla stabilità dei prezzi. Tuttavia, a differenza del pensiero classico, i neokeynesiani ritengono che le imprese siano in grado di fissare autonomamente i prezzi, in sostanza, “i modelli neokeynesiani, sulla base del contributo fondamentale di Blanchard e Kiyotaki (1987)⁵², assumono una struttura di concorrenza monopolistica sul mercato dei beni, dove le imprese producono beni differenziati fra loro ed hanno quindi potere di mercato.”⁵³ La distanza teorica con la concezione classica di un mercato perfettamente concorrenziale e in cui le imprese sono “price taker” è notevole. La politica monetaria gioca quindi un ruolo importante nel cercare di stabilizzare le due distorsioni precedentemente descritte: la presenza di mercati variamente concentrati e la vischiosità dei prezzi. Al fine di smuovere e correggere tali rigidità diviene cruciale per la politica monetaria agire sulle aspettative degli agenti, la cui fondamentale importanza è stata espressa da diversi autori, tra cui Galí (2008). Egli sostiene che il canale delle aspettative nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria è l'unico in grado di determinare output e inflazione, ovvero di agire sulla produzione e sulla dinamica dei prezzi. In altre parole, l'efficacia della politica monetaria risulta direttamente proporzionale alla sua capacità di influenzare le aspettative, generando comportamenti di auto-stabilizzazione del sistema. Pertanto, quanto più l'Autorità monetaria appare credibile nell'attuazione della politica monetaria, tanto più essa sarà in grado di influenzare le aspettative degli operatori economici, portando quindi il sistema ad uno stabile livello di efficienza⁵⁴.

Mankiw e Reis (2002) apportano un ulteriore contributo al framework teorico neokeynesiano, definendo il ruolo delle informazioni. Nella loro ipotesi le informazioni sono vischiose (“sticky information”), ovvero la loro velocità di diffusione nel tempo è lenta. Quando le imprese entrano in

⁵² Blanchard O.J., Kiyotaki, N.1987, “Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand”, *American Economic Review*, n. 77, pp. 647-666.

⁵³ Ascari, G. 2009, “Il modello Neo-Keynesiano, politica monetaria e dinamica dell'inflazione. Perché l'inflazione è persistente?”, *Rivista di politica economica*.

⁵⁴ Galí J., 2008, “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle”, Princeton University Press.

possesto delle informazioni esse riformulano i propri prezzi e contestualmente elaborano i prezzi futuri. I prezzi risultano pertanto predeterminati, ossia le imprese possono elaborare sentieri di prezzi futuri diversi di periodo in periodo, ma vincolati al livello di informazioni posseduto dalle imprese nel presente⁵⁵. L'intuizione di Mankiw e Reis diventa funzionale a spiegare la costosità di un'eventuale deflazione (o disinflazione), dato che per l'ipotesi dei prezzi predeterminati l'inflazione dipende dai piani di prezzi fissati nel passato.⁵⁶ La Banca Centrale assume un ruolo di primo piano quindi non solo per quanto concerne la credibilità, ma anche nel fornire in modo più trasparente possibile le informazioni relative alle proprie decisioni alle imprese. Così facendo, nella visione neokeynesiana si ridurrebbe l'asimmetria informativa caratterizzante i mercati.

Convenzionalmente, lo strumento di cui si serve la politica monetaria per raggiungere i propri obiettivi è la determinazione del tasso di interesse. La letteratura neokeynesiana assume una regola monetaria per la determinazione del tasso di interesse, detta "regola di Taylor"⁵⁷. La logica dietro la regola di Taylor è la scelta del tasso di interesse ottimale per conseguire un determinato tasso di inflazione target.

$$i_t = i^* + a(\pi_t - \pi^*) - b(u_t - u_n)$$

Dove:

- π rappresenta il tasso di inflazione e π^* l'inflazione obiettivo
- i_t rappresenta il tasso di interesse nominale fissato dalla Banca Centrale e i^* il tasso di interesse nominale obiettivo, che è legato al tasso di interesse reale r_n e al tasso di inflazione obiettivo π^* dalla seguente relazione: $i^* = r_n + \pi^*$
- u_t rappresenta il tasso di disoccupazione e u_n tasso naturale di disoccupazione
- a e b sono coefficienti positivi scelti dalla Banca Centrale

Nel dettaglio la regola di Taylor postula che:

- Se il tasso di inflazione uguaglia il tasso di inflazione obiettivo ($\pi_t = \pi^*$) e il tasso di disoccupazione risulta equivalente al tasso naturale di disoccupazione ($u_t = u_n$), allora la Banca Centrale dovrebbe fissare il tasso di interesse nominale i_t pari al suo valore obiettivo i^* . Così facendo, l'economia si assesterebbe, essendo l'inflazione pari all'obiettivo e la disoccupazione pari al tasso naturale.

⁵⁵ Mankiw, G.N., Reis, R., 2002, «Sticky Information Versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve», *Quarterly Journal of Economics*, n.117, pp. 1295-1328.

⁵⁶ Questa idea era peraltro già stata espressa da Fisher. Fisher, I. 1977, «Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule», *Journal of Political Economy*, n. 85, pp. 191-205.

⁵⁷ Taylor J.B., 1993, «Discretion Versus Policy Rules in Practice», *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, pp. 195-214.

- Se il tasso di inflazione è superiore rispetto al tasso di inflazione obiettivo ($\pi_t > \pi^*$), la Banca Centrale dovrebbe manovrare il tasso di interesse nominale i_t e portarlo al di sopra di i^* . In questo modo il maggior tasso di interesse farà aumentare la disoccupazione e ridurrà l'inflazione.
- Qualora la disoccupazione fosse superiore al suo tasso naturale ($u_t > u_n$), la Banca Centrale dovrebbe abbassare il tasso di interesse nominale. Il minor tasso di interesse nominale provocherebbe un aumento della produzione, stimolando la domanda aggregata tramite gli investimenti, riducendo la disoccupazione⁵⁸.

Questa regola si dimostrò essere estremamente convincente, tanto che a metà degli anni Duemila la stragrande maggioranza delle Autorità monetarie delle economie avanzate aveva adottato uno schema di *inflation targeting*, avevano cioè adottato delle politiche monetarie in cui si stabiliva un tasso di inflazione obiettivo e veniva di conseguenza aggiustato il tasso di policy secondo una regola sul tasso di interesse, proprio come quella proposta da Taylor.

Tuttavia, la crisi economico finanziaria del 2008 ha sollevato molti quesiti: dalla scelta del tasso di inflazione ottimale, a quali politiche adottare quando il tasso di interesse raggiunge lo zero lower bound, fino alla possibilità da parte della Banca Centrale di prendere in considerazione anche la stabilità finanziaria, oltre all'inflazione e all'attività economica.

La crisi, come già detto in precedenza, ha riabilitato alcuni assunti eterodossi riconducibili all'impostazione di pensiero neokeynesiana. Tra questi, i più importanti da analizzare, a mio parere, per meglio comprendere le dinamiche delle politiche monetarie giapponesi e dell'Unione Europea post 2013, sono il concetto di instabilità intrinseca dei mercati finanziari e il policy mix da adottare in risposta a gravi situazioni di crisi.

1.2.1 La non-neutralità della moneta e l'instabilità finanziaria

Hyman Minsky è considerato il più eminente esponente di teorie eterodosse che sostengono la non-neutralità della moneta, intesa come tecnologia sociale che trova la sua ragion d'essere in rapporti multilaterali e intertemporali di credito-debito e in grado quindi di causare squilibri nei mercati, e la conseguente instabilità endogena dei mercati finanziari. Alla base delle sue teorie vi è l'idea dell'economia plasmabile attraverso politiche economiche e istituzionali, perché intesa come una serie di relazioni sociali, ben diversa dalla concezione classica che vede i fenomeni economici come dati naturali, spontanei.

⁵⁸ Vedi Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F. 2016, "Scoprire la macroeconomia. Un passo in più", il Mulino.

La formulazione della teoria della fragilità finanziaria endogena è formulata nell'opera "Can It happen again? Essays on instability and finance", in cui il riferimento è la Grande Depressione del 1929⁵⁹. Adottando una prospettiva sistemica, Minsky descrive l'economia come un insieme di flussi di attività e passività; in questo contesto si possono creare tre situazioni distinte. Vi sono situazioni coperte, in cui i flussi di entrata previsti coprono in maniera più che sufficiente per tutti i periodi a venire le spese per interessi e gli ammortamenti sui debiti. La seconda situazione è di tipo speculativo, in cui vi è la possibilità che la copertura non si verifichi per alcuni periodi e l'operatore economico è costretto a ricorrere al finanziamento sui mercati finanziari. Infine, vi possono essere situazioni cosiddette di *Ponzi Finance* (dal nome del finanziere italo americano, Charles Ponzi, che ideò uno schema finanziario fraudolento con cui negli anni Venti operò diverse truffe negli Stati Uniti), in cui il debito aumenta nel tempo a causa dell'impossibilità di far fronte a oneri per interessi e ammortamenti, obbligando l'operatore a rifinanziare nella speranza che il prezzo dell'attività acquistata aumenterà in maniera tale da consentire il rimborso di tutti i debiti accumulati nel tempo. Diviene dunque cruciale nell'analisi Minskyana il grado di fiducia con cui gli operatori determinano il margine di sicurezza per far fronte a eventuali fluttuazioni dei mercati e assicurare la solvibilità delle proprie posizioni (coperte, speculative o di tipo Ponzi). Considerando le fasi del ciclo economico, Minsky sostiene che in presenza di boom economici anche il clima delle opinioni migliora, aumentando la quota delle operazioni speculative e Ponzi. Tutto ciò inevitabilmente rende maggiormente fragile la situazione finanziaria dell'economia. In queste circostanze aumenta la fiducia degli operatori e quindi i margini di sicurezza vengono corrispondentemente ridotti. Le stesse Autorità di regolazione dei mercati tendono ad assecondare il clima di generale euforia, allentando i vincoli operazionali e amministrativi, quali ad esempio il coefficiente di Riserva Obbligatoria imposto alle banche o la garanzia di determinati collaterali sui prestiti. Tuttavia, ad un improvviso rialzo dei tassi di interesse, determinato dalla Banche Centrali quando si accorgono dell'enorme discrepanza tra i prezzi degli asset e il loro valore reale, segue un periodo di recessione economica in cui le posizioni coperte possono diventare speculative e quelle speculative diventano posizioni di Ponzi. Come ben spiegato dal Professor Roncaglia in un convegno su Minsky del 2012, "Specie nel caso delle operazioni Ponzi, quando la tendenza apparentemente inarrestabile all'aumento dei prezzi delle attività si esaurisce, si pensi a quanto è accaduto nel mercato immobiliare statunitense, il clima delle opinioni muta bruscamente e gli operatori non riescono più a finanziare le proprie posizioni scoperte, perché il mercato dei finanziatori non si fida più della loro solvibilità, e questo porta a una liquidazione delle loro attività a prezzi di saldo, quindi a un crollo ulteriore dei prezzi, all'impossibilità di ripagare i prestiti ricevuti e a una crisi che

⁵⁹ Minsky, H. 1982, "Can It happen again? Essays on instability and finance", Routledge.

prima è finanziaria e poi immediatamente diventa crisi reale”⁶⁰. Questa è anche la dinamica che ha causato la crisi finanziaria del 2008, e proprio per queste teorie formulate più di vent’anni prima Minsky è stato etichettato come profeta, o meglio come fine analista dei processi ciclici di instabilità del capitalismo finanziario.

1.2.2 Il policy mix in tempi di crisi

L’analisi di Minsky ha permesso di individuare l’intrinseca instabilità del sistema finanziario, e quindi uno dei maggiori fattori alla base delle recenti crisi economiche. A questo punto viene naturale chiedersi quale sia la risposta migliore per combattere le crisi, in termini di politica economica, e quale ruolo debba avere la politica monetaria secondo i neokeynesiani. I contributi maggiori in questo senso vengono da Ben Bernanke, presidente della Federal Reserve dal 2006 al 2014, ed economista neokeynesiano che più ha studiato le risposte che la politica monetaria deve fornire in tempi di crisi. Alla base del pensiero di Bernanke vi è la concezione, universalmente accettata da più di vent’anni, della necessità di mantenere l’indipendenza della Banca Centrale rispetto al Governo. Infatti, l’Autorità monetaria deve poter essere in grado di pianificare politiche di lungo periodo, indipendentemente dal (breve) periodo di mandato del Governo in carica. Infatti, se la Banca Centrale adottasse politiche di breve periodo funzionali alla crescita della popolarità del Governo in carica, sul lungo periodo il rischio di instabilità aumenterebbe considerevolmente. È ormai opinione comune che i policymakers dell’Autorità monetaria, se soggetti all’influenza politica focalizzata sui risultati a breve termine (prima della scadenza del mandato in modo da presentarsi forti alle elezioni), potrebbero incontrare pressioni che portino loro a stimolare eccessivamente l’economia per ottenere nel breve risultati vantaggiosi in termini di occupazione e produzione, ma che eccedono il limite di crescita potenziale dell’economia. Tali risultati potrebbero risultare popolari all’inizio, e quindi utili in ottica di campagna elettorale, ma non sono sostenibili e quindi vanno a mano a mano ad accumulare problemi che nel lungo periodo danneggiano l’economia. Ciò nonostante, Bernanke non si dice favorevole ad una indipendenza incondizionata della Banca Centrale, in quanto deve essere comunque il Governo Nazionale a stabilire gli obiettivi della politica economica, di cui la politica monetaria è una parte. Il ruolo ideale della Banca Centrale quindi consiste nel perseguire efficacemente gli obiettivi dettati dal Governo, dialogando con esso per instaurare una visione di lungo periodo che abbia come priorità il benessere economico, e non il risultato elettorale⁶¹. Nel caso in cui dovessero manifestarsi crisi

⁶⁰ “La Crisi Finanziaria e i suoi sviluppi: gli insegnamenti di Hyman Minsky”, 2012.

⁶¹ Bernanke, B. 2010, “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”, Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Banca del Giappone, Tokyo.

economiche, e in particolare crisi deflattive, Bernanke ritiene che il Governo in collaborazione con la Banca Centrale possa essere in grado di aumentare i consumi e il tasso di inflazione, anche quando i tassi di interesse nominali toccano lo zero come durante una fase di deflazione⁶². Aumentando la quantità di denaro in circolazione, il Governo riesce quindi a ridurre il valore della moneta in termini di beni e servizi, che è equivalente ad aumentare i prezzi di quei beni e servizi, generando quindi inflazione. Il denaro può venire iniettato nell'economia attraverso l'acquisto di asset da parte della Banca Centrale. Per stimolare i consumi quando i tassi di interesse a breve hanno raggiunto lo zero, la Banca Centrale deve aumentare la quantità di asset che acquista e/o la tipologia di asset nel proprio portafoglio. Un altro modo per stimolare la circolazione di liquidità è cercare di abbassare i tassi di interesse a lungo termine, al fine di rendere l'accesso al credito meno oneroso. Per raggiungere tale obiettivo, la Banca Centrale può operare in due modi complementari tra di loro. Il primo metodo consiste nel tenere il tasso interbancario overnight a zero per un periodo stabilito. Dal momento che i tassi di interesse a lungo termine altro non sono che rappresentazioni delle aspettative future dei tassi di interesse a breve (nella cui categoria rientrano i tassi overnight), l'impegno della Banca Centrale di mantenere a zero i tassi a breve, se ritenuto credibile, induce un declino dei tassi a lungo termine. Il secondo metodo, più diretto, prevede che la Banca Centrale incominci ad imporre dei limiti ai rendimenti di titoli di Stato a scadenza lunga. L'Autorità monetaria riesce a rinforzare questi tetti ai rendimenti impegnandosi ad acquistare un numero illimitato di titoli a scadenza breve, a prezzi consistenti con il target massimo di rendimento che si vuole raggiungere, in questo modo aumenta il prezzo dei titoli a breve, ma diminuisce il loro tasso di interesse⁶³. Se il programma ha successo, non ci si aspetta una caduta solamente dei rendimenti di titoli di Stato a media scadenza, ma anche dei rendimenti di titoli di debito pubblico e privato (come i mutui) a lunga scadenza, a causa del meccanismo che lega i tassi di interesse a breve, attraverso le aspettative, con quelli a lungo termine. Tassi di interesse più bassi per tutte le tipologie di titoli, indipendentemente dalla scadenza, dovrebbero rafforzare la domanda aggregata tramite tutte le sue componenti, consumo, investimenti e spesa pubblica, e quindi aiutare ad uscire dalla deflazione. Tutte le opzioni discusse finora risultano avere maggior effetto se avviene una cooperazione tra Autorità monetarie e fiscali. Bernanke propone come esempio di policy mix un programma fiscale di tagli alle tasse accompagnato da un programma monetario di acquisto di titoli tramite operazioni di mercato aperto. In tal modo qualunque tendenza al

⁶² Bernanke, B. 2002, "Deflation - making sure "it" doesn't happen here", discorso tenuto al National Economists Club, Washington, DC.

⁶³ A causa della nota relazione inversa che lega il prezzo di un titolo al suo tasso di interesse: $\text{Prezzo del titolo} = \frac{\text{Rendimento alla scadenza}}{1 + \text{tasso di interesse}}$.

rialzo dei tassi di interesse sarebbe frenata, e i consumi verrebbero stimolati più efficacemente andando successivamente ad agire sui prezzi e a generare quindi inflazione. Anche se le famiglie decidessero di non aumentare i consumi, ma piuttosto di bilanciare la composizione del loro portafoglio con l'acquisto di asset finanziari e reali; il conseguente aumento del valore (prezzo) di tali asset farebbe diminuire il costo dei prestiti (il tasso di interesse) e favorirebbe così la posizione di quegli attori economici, principalmente le imprese, più propensi ad investire chiedendo finanziamenti⁶⁴.

Riassumendo, per i neokeynesiani la politica monetaria da sola può essere efficace per uscire da crisi deflative, tuttavia tale efficacia viene notevolmente accresciuta dalla cooperazione tra politiche fiscali e monetarie espansive guidate da uno Stato che svolga un ruolo attivo nel regolamentare l'economia. Infatti, non bisogna dimenticare che i neokeynesiani sono figli di una tradizione di pensiero, quella keynesiana, che comunque ha sempre postulato la superiorità della politica fiscale sulla politica monetaria per stabilizzare il ciclo economico.

1.3 La posizione monetarista e neoliberista

Avendo precedentemente trattato il ruolo della politica monetaria nella scuola neokeynesiana, è opportuno analizzare, ai fini di ottenere una visione d'insieme completa, anche la sua controparte neoliberista, in particolare considerandone la corrente monetarista. La dottrina neoliberista prende piede negli anni Settanta, scalzando il keynesianismo che non riusciva a spiegare la contemporanea presenza empirica in molti Stati di elevata disoccupazione ed elevata inflazione, elementi che si autoescludevano nell'impianto teorico keynesiano. Infatti, la maggior parte dei Governi dell'epoca, la cui strategia economica era informata dal mantra keynesiano della piena occupazione, riteneva che perseguendo politiche ultra-espansive, quali ad esempio bassissimi tassi di interesse adottati dalle banche, fosse possibile ridurre drasticamente la disoccupazione e al contempo non far aumentare considerevolmente l'inflazione. Come già detto, nella pratica avvenne il contrario. Milton Friedman, il padre del neoliberismo e del monetarismo, diede una spiegazione del fallimento dei governi, affermando che esiste un tasso naturale di disoccupazione chiamato NAIRU, ovvero "Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment"⁶⁵. Politiche economiche espansive che cercassero di ottenere un tasso di disoccupazione più basso rispetto al NAIRU avrebbero come unico effetto quello di aumentare enormemente l'inflazione. È come se l'economia tendesse spontaneamente a un certo livello di disoccupazione (e di equilibrio), con le Autorità politiche che non avrebbero alcuna voce in capitolo. La teoria dell'inefficacia delle politiche economiche attive, il cosiddetto "policy

⁶⁴ Bernanke, B. 2002.

⁶⁵"NAIRU", Bankpedia. <http://www.bankpedia.org/index.php/it/117-italian/n/21251-nairu>

ineffectiveness theorem” coniato da Sargent e Wallace, è un principio cardine del pensiero neoliberista⁶⁶. Il neoliberismo infatti recupera il concetto smithiano di “laissez-faire”, ovvero l’idea che l’economia sia una forza naturale in grado di raggiungere spontaneamente l’equilibrio tra domanda e offerta tramite il meccanismo dei prezzi. In un contesto del genere, l’Autorità pubblica svolge un ruolo marginale, che si esplica perlopiù nel garantire il rispetto delle leggi, in quanto i mercati, come si vedrà più nello specifico nel prossimo paragrafo, riescono autonomamente a funzionare raggiungendo l’equilibrio. L’impianto teorico neoliberista è sostenuto dalla legge di Say che afferma che sia l’offerta, in un regime di libero mercato, a creare la domanda e pertanto l’equilibrio viene determinato da aggiustamenti di prezzo, e non di quantità come invece postula il principio keynesiano della domanda effettiva.

Il monetarismo è una corrente del neoliberismo che si occupa di studiare gli effetti delle politiche attuate dalle Banche Centrali. Questa disciplina ha lo stesso padre del neoliberismo: Milton Friedman. Egli, nell’opera “Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti” scritta con Anna Schwarz esprime uno degli assiomi cardine della corrente monetarista, ovvero che l’inflazione è un fenomeno squisitamente monetario che dunque dipende esclusivamente dall’offerta di moneta della Banca Centrale⁶⁷. Pertanto, le economie di mercato potranno mantenersi stabili solamente se non avverranno importanti e imprevedibili fluttuazioni nell’offerta di moneta. Per non alimentare l’inflazione, le Autorità monetarie dovranno dunque seguire delle regole precise, meccaniche e non discrezionali, nell’erogazione dell’offerta di moneta, tenendo sempre come principi la riduzione del debito e della spesa pubblica, data l’inefficacia delle politiche economiche attive nel regolare l’economia. Essendo l’inflazione un fenomeno puramente monetario, Friedman propose nel 1998 alla Banca del Giappone l’aumento della offerta di base monetaria ai fini di combattere la deflazione che si protraeva dallo scoppio della bolla speculativa del 1989⁶⁸. Purtroppo, ad un aumento della base monetaria operato in quegli anni dalla Banca del Giappone, non corrispose un aumento effettivo dell’offerta di moneta; questo perché come sostenuto da Krugman (che da buon neokeynesiano spingeva invece per l’attuazione di politiche fiscali maggiormente attive) il Giappone era caduto in una trappola della liquidità⁶⁹.

Le assunzioni monetariste trovano ragion d’essere proprio perché inserite in un impianto teorico più vasto, quello neoliberista, in cui operano altri fattori che verranno di seguito analizzati: la capacità dei

⁶⁶ Sargent, T., Wallace, N. 1975, "Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", EconPapers.

⁶⁷ Friedman, M., Schwarz, A., 1979, “Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti”, Utet.

⁶⁸ Friedman, M. 1998, “Reviving Japan”, Wall Street Journal.

⁶⁹ Krugman, P. 2010, “More on Friedman/Japan”, New York Times. <https://krugman.blogs.nytimes.com/2010/10/29/more-on-friedmanjapan/>

mercati di raggiungere l'equilibrio spontaneamente, la neutralità della moneta, la razionalità degli agenti e la simmetria delle informazioni.

1.3.1 La neutralità della moneta e l'equilibrio spontaneo dei mercati

I presupposti teorici del neoliberalismo sono riconducibili alle idee del fondatore dell'economia classica Adam Smith. Egli, a sua volta figlio del pensiero filosofico del liberalismo del suo tempo, ha cercato di formalizzare il comportamento umano con la teoria dell'*homo oeconomicus*. Secondo tale teoria, gli individui agiscono unicamente per il proprio interesse personale, ma è proprio la ricerca individuale del proprio benessere ad aumentare il benessere sociale nel suo complesso. Inoltre, ogni individuo è perfettamente razionale nel formarsi le aspettative e possiede sempre tutte le informazioni che gli servono riguardo i mercati (questi due aspetti verranno approfonditi ulteriormente nel prossimo paragrafo). In un contesto del genere i mercati sono perfettamente in grado di autoregolarsi, dato che ogni partecipante al mercato possiede in qualsiasi istante tutte le informazioni su disponibilità dei prodotti e prezzi. In altre parole, l'equilibrio viene spontaneamente raggiunto tramite meccanismi di aggiustamento dei prezzi in mercati che, per ipotesi, si trovano sempre ad essere in concorrenza perfetta, dato che se così non fosse si creerebbe asimmetria informativa. L'intervento statale pertanto porterebbe all'alterazione dell'efficienza intrinseca dei mercati, in quanto andrebbe a modificare artificialmente i prezzi, ovvero l'indice che riflette il valore dei beni. Famosa a tal proposito è la frase pronunciata in occasione del proprio discorso inaugurale di insediamento nella Casa Bianca nel 1981 dal Presidente degli Stati Uniti Ronald Regan (uno dei massimi sostenitori del neoliberalismo, insieme a Margaret Thatcher): "Nell'attuale crisi, il governo non è la soluzione dei nostri problemi. Il governo è il problema."⁷⁰ Anche Friedman, nel saggio "The Effects of a Full Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis" discute della problematicità delle politiche di stabilizzazione, soprattutto legata ai ritardi che le politiche impiegano per produrre effetti rispetto al momento in cui vengono annunciate, e alla limitata capacità di intervento che ogni governo sperimenta nelle democrazie moderne⁷¹. In sostanza, la politica economica tende a destabilizzare ciò che dovrebbe stabilizzare. Le proposte di Friedman in materia di politica economica sono la limitazione della regolamentazione dei mercati, politiche monetarie caute che non producano inflazione (o, viceversa politiche monetarie di espansione della base monetaria in caso di deflazione), e riduzione della spesa pubblica. Quest'ultimo

⁷⁰ "Ronald Reagan, un attore protagonista alla Casa Bianca", La Repubblica, 2016. http://www.repubblica.it/venerdi/presidenti/2016/10/11/news/ronald_reagan_attore_protagonista-149492199/?refresh_ce

⁷¹ Friedman, M. 1951, "The Effects of a Full Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis", Essays in Positive Economics, University of Chicago.

concetto è ben espresso dalla sua opera “There's No Such Thing as a Free Lunch”, in cui l'economista introduce il concetto di costo-opportunità: il fatto che il Governo garantisca alcuni servizi gratuiti in realtà comporterebbe un costo, sia in termini di aumento delle aliquote di imposta, sia in termini di efficienza del mercato, poiché quei servizi governativi andrebbero a sostituirne altri garantiti in maniera più efficiente dal libero mercato⁷².

I neoliberisti seguono la dicotomia classica nel dividere le variabili economiche in due gruppi: variabili nominali, misurate in unità monetarie (ad esempio PIL nominale, salario nominale, tasso di interesse nominale), e variabili reali, misurate in unità fisiche (ad esempio PIL reale, salario reale, tasso di interesse reale). Tale dicotomia serve ad arrivare alla conclusione della teoria della neutralità della moneta, secondo cui variazioni dell'offerta di moneta influenzano le variabili nominali, ma non quelle reali. In altre parole, il valore delle variabili nominali è proporzionale alla quantità di moneta: se l'offerta di moneta raddoppia, i prezzi raddoppiano, i salari raddoppiano e tutti i valori monetari raddoppiano mentre le variabili reali rimangono immutate. Questo avviene poiché la produzione reale dipende dai fattori e dalla produttività, l'offerta e la domanda di lavoro dal salario reale (misurato come quantità di beni e servizi acquistabili), ovvero da fattori non monetari. Coerentemente al principio della neutralità della moneta è la formulazione di Fisher della relazione che intercorre tra tasso di interesse nominale, tasso di interesse reale e inflazione, per cui: tasso di interesse reale = tasso di interesse nominale - inflazione. Ne consegue che: tasso di interesse nominale = tasso di interesse reale + inflazione⁷³. Pertanto, se vale la neutralità, quando aumenta il tasso di crescita della quantità di moneta, aumenta il tasso d'inflazione e aumenta in corrispondenza il tasso d'interesse nominale, mentre quello reale rimane invariato. Il fenomeno monetario in sostanza non avrebbe potere di alterare i fenomeni reali e quindi una variazione della quantità della moneta, pur modificando il livello assoluto dei prezzi, non altererebbe il sottostante equilibrio reale del sistema e cioè i prezzi relativi dei vari beni e il tasso di interesse, e dunque non modificherebbe le decisioni degli agenti economici⁷⁴. È opportuno ricordare come la teoria della neutralità della moneta sia un concetto accettato anche dai neokeynesiani, ma solamente nel lungo periodo.

Il concetto di neutralità della moneta si ritrova in alcune considerazioni fatte da Kel Kelly in un suo articolo per il numero di Limes di marzo 2018 dedicato al Giappone⁷⁵. L'autore afferma che a dettare

⁷² Friedman, M. 1975, “There's No Such Thing as a Free Lunch”, Open Court Publishing Company.

⁷³ “Identità di Fisher”, Bankpedia. <http://www.bankpedia.org/index.php/it/107-italian/i/20460-identita-di-fisher>

⁷⁴ “Neutralità della moneta”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani. http://www.treccani.it/enciclopedia/neutralita-della-moneta_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

⁷⁵ Kel, K. 2018, “Non è l'economia, stupido!”, Limes.

la recente ripresa nipponica sotto Abe siano le politiche monetarie ultra-espansive che “gonfiano” indicatori macroeconomici come il PIL, senza trovare però un riscontro “reale” a livello di aumento dei beni prodotti. Tuttavia, prosegue l’autore, l’“illusione monetaria” potrebbe avere un impatto a livello di aspettative e di percezione di uscita dalla pluriennale crisi sugli agenti economici inducendoli a modificare le loro decisioni di acquisto e investimento, e quindi generando potenzialmente un aumento anche della produzione.

1.3.2 Il ruolo delle aspettative

Nell’impianto teorico neoliberalista gli individui si formano aspettative razionali, servendosi delle informazioni che possiedono in modo efficiente, senza commettere errori sistematici di previsione riguardanti le variabili economiche. Tutte le informazioni di cui si è in possesso vengono impiegate nel modo migliore possibile per elaborare delle previsioni di scelta nello scenario economico. L’errore per il singolo individuo è ammesso, tuttavia si suppone che la collettività nel complesso non sbagli le previsioni e si formi aspettative corrette. L’ipotesi di razionalità degli individui era stata formulata negli anni Quaranta dalla scuola austriaca, una scuola di pensiero economico che con la propria visione individualista e marginalista dell’individuo ha influenzato sotto molti aspetti il pensiero neoliberalista. Come già detto in precedenza, gli anni Settanta segnarono il crollo delle politiche economiche di stampo keynesiano, portando alcuni economisti a riconsiderare le premesse della disciplina economica. Tra questi, Robert Lucas e Thomas Sargent hanno riformulato il concetto di aspettative razionali in ambito macroeconomico, riprendendolo da John Fraser Muth che aveva sviluppato lo stesso concetto, ma in ambito microeconomico⁷⁶. L’implicazione delle aspettative razionali in ambito macroeconomico è che gli individui reagiranno rapidamente alle scelte di politica economica; inoltre i policymaker dovranno altresì presumere che il pubblico prenderà presto coscienza del modo in cui opera una certa politica. I mercati si assumono essere costantemente in equilibrio, poiché gli agenti economici determinano prezzi e salari al fine di massimizzare profitto e utilità. Pertanto, non può esistere disoccupazione involontaria, giacché chi è disoccupato potrà sempre trovare lavoro ad un salario inferiore. Un’altra importante conseguenza è che la politica monetaria non è in grado di influenzare sistematicamente la disoccupazione o il livello di produzione. Se, ad esempio, viene modificata l’offerta di moneta, gli individui prevedendo un aumento dei prezzi aggiusteranno conseguentemente prezzi e occupazione. Solamente variazioni inattese della quantità di moneta saranno in grado di influenzare il livello di produzione. Milton Friedman si è servito della teoria delle aspettative razionali

⁷⁶ Muth, J.F. 1961, “Rational Expectations and the Theory of Price Movements”, *Econometrica*.

per mettere in discussione la relazione inversa di lungo periodo tra inflazione e disoccupazione mostrata da Phillips nella curva che porta il suo nome. La curva di Phillips presuppone che sia possibile ridurre la disoccupazione e aumentare la produzione, con il trade-off di una inflazione più alta. Secondo questa visione la politica economica è in grado di influenzare tali variabili; aumentando la quantità di moneta si avrebbe un aumento della domanda aggregata che porterebbe ad una diminuzione della disoccupazione e ad un aumento della produzione (in quanto viene domandata una quantità maggiore di beni), causando però un aumento dei prezzi. Friedman al contrario afferma che l'aumento della quantità di moneta andrebbe a modificare le aspettative sui prezzi. Gli individui, aspettandosi l'aumento dei prezzi, negoziano per un salario più elevato, lasciando immutata la propria domanda reale. Pertanto, la domanda non aumenterebbe e neppure la produzione, e la disoccupazione rimane così invariata. Gli strumenti di politica economica, e in particolare la politica monetaria si rivelerebbero quindi inutili nel provocare variazioni della produzione, della domanda e della disoccupazione⁷⁷.

Tuttavia, conoscendo la ratio con la quale il pubblico si forma le aspettative, viene da domandarsi se i policymaker possano effettivamente manipolare l'economia instillando sistematicamente false aspettative negli individui. A tal proposito, Lucas ha dimostrato che se le aspettative sono razionali, non è possibile per il Governo indurre errori di previsione in maniera sistematica e prevedibile per il Governo stesso, per la semplice ragione che gli errori commessi da un agente razionale sono per natura imprevedibili⁷⁸. Se le persone possiedono aspettative razionali, politiche che provino a manipolare l'economia instillando false aspettative nel pubblico possono condurre a dei risultati che sono però trascurabili e non riescono a migliorare la *performance* economica nel suo complesso.

1.4 La condotta della Banca Centrale

L'analisi delle posizioni delle due principali dottrine economiche che hanno influenzato, e influenzano, le pratiche di politica monetaria conduce inevitabilmente alla considerazione del comportamento e del ruolo che riveste l'Istituzione preposta all'attuazione della politica monetaria: la Banca Centrale. In questi quattro paragrafi verranno analizzati gli ultimi sviluppi nel comportamento adottato dalle maggiori Banche Centrali (incluse la BCE e la Banca del Giappone), i dilemmi che queste ultime si trovano a dover fronteggiare in termini di credibilità e incentivi a deviare da quanto promesso (principio di incoerenza temporale), e il classico ma sempre attuale dibattito che riguarda il seguire regole precise o piuttosto discrezionalità come principio guida della condotta monetaria.

⁷⁷ Friedman, M. 1968, "The Role of Monetary Policy", The American Economic Review.

⁷⁸ Lucas, R. 1987, "Models of Business Cycles", Basil Blackwell.

La necessità di interagire con gli agenti economici da parte dell’Autorità monetaria, non solo mediante il tradizionale strumento di fissazione del tasso di interesse , ma anche attraverso una vera e proprie pratiche comunicative, è emersa con forza di volta in volta che le maggiori economie avanzate (Europa, Stati Uniti, Giappone) si sono trovate in una situazione di trappola della liquidità, quando cioè il tasso di interesse aveva ormai raggiunto lo zero e quindi non era più possibile stimolare l’economia usando il tradizionale strumento del tasso di interesse. La comunicazione è diventata a tutti gli effetti uno strumento di politica monetaria. Per dirla con le parole di Draghi: “Communication is at the heart of monetary policy. It is a policy tool itself.”⁷⁹

Le forme di comunicazione usate sempre più frequentemente ormai dalle Banche Centrali sono chiamate, in linguaggio tecnico, ““forward guidance”” ad indicare appunto la volontà delle Autorità monetarie di chiarificare i propri obiettivi e la propria condotta futura, orientando e “guidando” gli agenti economici verso determinati comportamenti. Due sono le principali opinioni riguardo la “forward guidance”. Vi è chi sostiene che essa sia parte, ed evoluzione, di un trend orientato a una sempre maggior trasparenza da parte delle banche centrali; trasparenza che è auspicabile continui ad essere sempre maggiore anche in futuro. D’altro canto, vi è chi invece ritiene che la “forward guidance” rappresenti una misura di politica economica non convenzionale, e che quindi debba essere usata solamente in periodi di crisi. Secondo Filardo e Hofmann il modo in cui le recenti pratiche di “forward guidance” riusciranno, o meno, a innescare la ripresa economica nei paesi in cui vengono adottate, e, una volta usciti dalla crisi, la maniera in cui esse saranno efficaci nel normalizzare l’uscita dalle politiche monetarie espansive determineranno la prevalenza di una o dell’altra opinione riguardante la “forward guidance”⁸⁰. L’efficacia potenziale dipende da tre fattori:

- Deve essere percepita come un chiaro impegno della Banca Centrale
- La comunicazione deve essere chiara
- Deve essere interpretata dagli agenti economici nella maniera intesa dalla Banca Centrale⁸¹

Maggiore è la percezione dell’impegno della Banca Centrale agli occhi del pubblico, maggiore sarà il probabile impatto sui sentimenti di mercato e sulle decisioni economiche. Il prezzo da pagare per la Banca Centrale è il rischio di “legarsi le mani”, ovvero di impegnarsi a compiere specifiche azioni per

⁷⁹ Draghi, M. 2014, “Communications challenges for policy effectiveness, accountability and reputation”, discorso tenuto in occasione del PR Manager of the Year Award, Francoforte. https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20171114_central_bank_communications_conf/Christine_Graeff_Communications_Conference_Opening_remarks.pdf

⁸⁰ Filardo, A., Hoffman, B. 2014, ““forward guidance” at the zero-lower bound”, BIS Quarterly Review.

⁸¹ Ibid.

il futuro senza la possibilità di cambiare rotta. Anche se la “forward guidance” viene comunicata in maniera chiara ed efficace, c’è sempre la possibilità che essa non raggiunga gli effetti desiderati se non viene interpretata dagli agenti economici nella maniera intesa dalla Banca Centrale. In generale, la “forward guidance” trasmette due tipologie di informazioni: il giudizio della Banca Centrale circa i futuri scenari economici, e il grado di espansività delle politiche monetarie dato lo scenario prospettato. Il primo tipo di informazione viene chiamato “Delphic “forward guidance””, in quanto la Banca Centrale agisce come un vero e proprio oracolo nel fare previsioni. Il secondo invece è conosciuto come “Odyssean “forward guidance”” poiché l’Autorità monetaria si auto- vincola a perseguire solamente determinate politiche, “legandosi” come Ulisse all’albero maestro della nave per resistere al canto delle sirene, che fuor di metafora rappresenta il periodo di crisi economica⁸². Nell’usare un tipo di “forward guidance” vi è purtroppo il rischio che il pubblico pensi che implicitamente la Banca Centrale stia mandando dei segnali subliminali (pratica detta del “signalling”), anche quando effettivamente non è nelle sue intenzioni.⁸³ Ad esempio, comunicare la volontà di mantenere i tassi di interesse bassi per un periodo lungo al fine di aumentare il grado di liquidità da mettere in circolazione potrebbe essere male interpretato vedendo in ciò un giudizio negativo che la Banca Centrale nutrirebbe per gli scenari economici futuri. Pertanto, invece di aumentare consumi e investimenti, come nelle speranze di un’Autorità monetaria che persegua politiche espansive, gli agenti economici, interpretando erroneamente la “forward guidance”, si orienteranno molto probabilmente ad un maggior risparmio che quindi conduce inevitabilmente alla contrazione di consumi e investimenti.

Recentemente, le maggiori banche centrali hanno adottato tre modalità di “forward guidance”:

- “forward guidance” qualitativa in cui la comunicazione non trasmette informazioni quantitative circa l’andamento del tasso di interesse o il periodo di tempo in cui sarà in vigore la politica. Esempio di approccio qualitativo alla “forward guidance”: “Il tasso di interesse corrente verrà mantenuto ancora per un lungo periodo”.
- “forward guidance” basata su di uno specifico calendario di lavoro in cui la comunicazione si riferisce ad un orizzonte temporale chiaramente specificato. Esempio di “forward guidance” basata su di uno specifico calendario di lavoro:” Il tasso di interesse verrà mantenuto al livello corrente per x anni”.
- “forward guidance” basata su di un valore “obiettivo” in cui la comunicazione è legata ad un valore obiettivo da raggiungere. Esempio di “forward guidance” basata su di un valore obiettivo: “Il tasso

⁸² Campbell, J, C Evans, J Fisher e A Justiniano. 2012, “Macroeconomic effects of Federal Reserve “forward guidance””, *Brookings Papers on Economic Activity*.

⁸³ Filardo, A., Hoffman, B. 2014.

di interesse non verrà alzato ameno fino a quando il tasso di disoccupazione non sarà calato sotto $y^0\%$ ⁸⁴.

La Banca del Giappone ha implementato la propria “forward guidance” basata sul valore obiettivo del tasso di inflazione quando ha annunciato il programma di “Comprehensive Monetary Easing” nell’ottobre 2010. In quell’occasione ha dichiarato che il tasso di interesse sarebbe rimasto fisso a zero fino a quando non si fosse raggiunto un tasso stabile di inflazione del 2%. In occasione invece del lancio del programma di “Quantitative and Qualitative easing” inaugurato ad aprile 2013, la Banca del Giappone ha rimpiazzato il tasso di interesse con la base monetaria come principio guida delle proprie operazioni di mercato. L’obiettivo dichiarato del programma era di raggiungere il 2% di inflazione entro un orizzonte temporale di due anni attraverso acquisti di asset su larga scala ed espansione della base monetaria. Il “Quantitative and Qualitative easing” includeva quindi elementi sia di “forward guidance” basata su di un valore obiettivo (il tasso di inflazione), sia di “forward guidance” basata su di uno specifico arco temporale (due anni). Come già enunciato nell’introduzione, la Banca del Giappone ha sempre fallito nel raggiungimento del 2% di inflazione stabilmente. Ciò nonostante alcuni studiosi⁸⁵, quali Ito⁸⁶, Hausman e Wieland⁸⁷, Botman⁸⁸, Lechevalier e Monfort⁸⁹, ritengono che, a fronte del fallimento dell’obiettivo dichiarato, il nuovo corso di politica monetaria inaugurato dall’Abenomics sia risultato comunque efficace nell’instillare aspettative positive nel pubblico riguardanti l’inflazione, anche attraverso una maggiore efficacia comunicativa, e nel portare il Giappone fuori dalla deflazione anche se in maniera non eclatante. Le varie fasi della politica monetaria giapponese sotto Abe Shinzō verranno analizzate nel dettaglio nel capitolo secondo.

La Banca Centrale Europea ha adottato un approccio qualitativo alla “forward guidance” nel luglio 2013, esprimendo la propria intenzione a mantenere i tassi di interesse al livello corrente per un periodo di tempo esteso. Questo fatto ha rappresentato una rottura con la pratica consolidata da tempo di non rivelare le proprie decisioni in materia di tassi di interesse al di fuori delle riunioni del Board esecutivo. Questa decisione è stata presa alla luce di un innalzamento del tasso di interesse atteso, e tale aspettativa era stata valutata dalla Banca Centrale come pericolosa alla luce del periodo di fragilità

⁸⁴ Filardo, A., Hoffman, B. 2014.

⁸⁵ Si veda l’introduzione.

⁸⁶ Ito, T. 2014.

⁸⁷ Hausman, J.K., Wieland, J.F. 2014.

⁸⁸ Botman, D. 2015.

⁸⁹ Lechevalier, S., Monfort, B. 2017.

economica che stavano vivendo molti Stati dell'Unione.⁹⁰ L'opinione prevalente in letteratura⁹¹, espressa da vari autori tra cui Coeure⁹², Ricci⁹³, Galariotis et al.⁹⁴, è che la BCE abbia usato efficacemente la “forward guidance” per generare aspettative di ripresa positive nel settore bancario come anche negli Stati membri, soprattutto quelli più colpiti dalla crisi. Il governorato di Draghi è considerato come un vero e proprio spartiacque sia per quanto riguarda il regime di politica monetaria, sia anche per ciò che concerne l'efficacia comunicativa della Banca Centrale Europea. Le varie fasi della politica monetaria europea sotto il governorato di Mario Draghi verranno analizzate nel dettaglio nel capitolo terzo.

Gli approcci alla “forward guidance” presentano diversi pro e contro. L'approccio qualitativo ad esempio, rappresenta una forma relativamente vaga, imprecisa di “forward guidance”, ma allo stesso tempo minimizza il rischio di legare eccessivamente la Banca Centrale a determinati tipi di politica. La “forward guidance” basata sulla definizione di un valore obiettivo è meno vincolata da limiti temporali dal momento che definisce più chiaramente le condizioni a cui viene mantenuta una certa politica, ma a rischio di una complessità maggiore che può venire male interpretata dal pubblico. La “forward guidance” basata sulla definizione di un orizzonte temporale è più esplicita dell'approccio qualitativo, ma allo stesso tempo vincola maggiormente la Banca Centrale a rispettare le scadenze. Infatti, continue revisioni al piano di lavoro enunciato da questa “forward guidance” possono minare la credibilità della Banca Centrale che come si vedrà nel prossimo paragrafo rappresenta un elemento essenziale nell'unire le politiche della Banca Centrale con le aspettative degli agenti economici.

1.4.1 La credibilità dell'Autorità monetaria

Per poter influenzare con certezza le aspettative degli agenti economici, la Banca Centrale deve essere ritenuta credibile. Gli agenti devono cioè confidare nel fatto che essa, una volta annunciato un tipo di politica per un determinato periodo di tempo, non devii dalle proprie promesse in corso d'opera, attuando politiche diverse da quelle preannunciate. È evidente che l'Autorità monetaria farà tanto più fatica a mantenere un certo livello di coerenza, specialmente per politiche annunciate di lungo periodo, quanto più la dipendenza dal potere politico, che normalmente è portato a perseguire guadagni di breve periodo in prospettiva elettorale, è forte. Per questo motivo si è individuato, fin dagli albori della

⁹⁰ Filardo, A., Hoffman, B. 2014.

⁹¹ Si veda l'introduzione.

⁹² Coeure, B. 2013.

⁹³ Ricci, O. 2014.

⁹⁴ Galariotis, E., Makrithoriti, P., Spyrou, S. 2017.

nascita delle prime Banche Centrali, nell'indipendenza dell'Autorità monetaria dal potere politico un mezzo efficace per rafforzarne la credibilità. Già nel 1824, David Ricardo identificava i tre Pilastri che contraddistinguevano una Banca Centrale indipendente: separazione istituzionale tra il potere di creare denaro e quello di spenderlo, divieto di finanziamento monetario del bilancio dello Stato, obbligo in capo della Banca Centrale di render conto della politica monetaria svolta⁹⁵. Sulla base di queste prime formulazioni, Milton Friedman nel 1962 concepisce la necessità che la Banca Centrale si serva di obiettivi esplicitamente dichiarati al fine di affrancarsi ancor più nettamente dal controllo politico. Per la creazione di un sistema monetario stabile, scevro da ingerenze governative non responsabili che ne minaccino la libertà economica e politica, Friedman propone esperti indipendenti a capo delle banche, a cui tuttavia esclude l'affidamento di ampia discrezionalità, preferendo piuttosto che siano designate norme con il compito di dare obiettivi e linee guida ben specifiche alla politica monetaria⁹⁶ (il dibattito circa quale, tra regole e discrezionalità, debba essere il criterio che guidi l'agire della Banca Centrale verrà analizzato nel dettaglio nel paragrafo 1.4.3). Negli anni Settanta i contributi di Lucas e Sargent sulle aspettative razionali, analizzati in precedenza, hanno aggiunto un ulteriore elemento di complessità alla formulazione di come debba agire la Banca Centrale per essere veramente credibile. Poiché gli agenti privati hanno aspettative razionali, la politica monetaria deve essere coerente nel tempo per essere anche credibile. Infatti, le Autorità politiche saranno sempre pronte a sfruttare il trade-off di breve periodo tra crescita e inflazione, senza tenere in considerazione i costi di lungo periodo. Numerosi studi hanno pertanto mostrato che una Banca Centrale veramente indipendente sia la migliore risposta per scongiurare questo rischio. Tra questi il contributo di Alesina e Summers nel 1993 è generalmente considerato un punto di riferimento per quanto riguarda gli effetti che comporterebbe la presenza di una Banca Centrale indipendente⁹⁷. Gli autori, servendosi di indici che misurano il grado di indipendenza di una Banca Centrale, hanno osservato che esiste una perfetta correlazione tra un alto grado di indipendenza della Banca Centrale e un basso tasso di inflazione. D'altro canto, non è stato possibile riscontrare alcun impatto sugli altri indicatori macroeconomici ascrivibile all'operato di una Banca Centrale indipendente. Questi risultati sono compatibili con la teoria della neutralità della moneta che circoscrive l'influenza della politica monetaria al mantenimento della stabilità dei prezzi.

⁹⁵Ricardo, D. 1824, "Plan for the Establishment of a National Bank", John Murray, Londra.

⁹⁶ Friedman, M. 1962, "Should There Be an Independent Monetary Authority?", in Leland B. Yeager (Ed.) "In Search of a Monetary Constitution", Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

⁹⁷ Alesina, A., Summers, L.H. 1993, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*.

La Banca del Giappone è diventata formalmente indipendente con la “Bank of Japan Law” 日本銀行法)⁹⁸ del 1997 in base ai principi di “indipendenza e trasparenza”⁹⁹. Per quanto riguarda l’Eurozona, il Trattato di Maastricht del 1992 e lo “Statute for the European System of Central Banks and the European Central Banks” rappresentano i momenti fondativi della costituzione di una Banca Centrale Europea indipendente. Gli organi decisionali della Banca del Giappone e della BCE si chiamano rispettivamente “Policy Board” (*Seisakuaninkai*) e “Governing Council” (consiglio direttivo). Attualmente il “Policy Board” della Banca del Giappone è composto da nove membri, tra cui un governatore e due vicegovernatori, nominati dalla Dieta. Ne consegue che, nonostante l’indipendenza formale, la nomina del board rimane potenzialmente, e anche sostanzialmente come nel caso della nomina di Kuroda, sotto il controllo e l’ingerenza della sfera politica. Il board si riunisce due volte alla settimana per discutere di questioni ordinarie e una volta al mese per le decisioni più urgenti¹⁰⁰. Data l’eterogeneità dell’Unione Monetaria Europea, i venticinque membri del “Governing Council” della BCE sono nominati a livelli diversi. Sei membri vengono nominati a livello sovranazionale, i.e. in base ad accordi tra i capi di Stato dei Paesi membri. I restanti diciannove sono i governatori delle Banche Nazionali dei singoli Paesi membri e vengono pertanto nominati su base nazionale in base alle normative vigenti. Il “Governing Council” si riunisce in seduta ordinaria ogni due settimane, e ogni sei settimane tiene discussioni in materia di politica monetaria seguite da una conferenza stampa¹⁰¹. Pur essendo entrambi istituzioni formalmente (e legalmente) indipendenti dai rispettivi governi, si riscontra differenza nel grado di indipendenza individuale tra i membri degli organi decisionali della Banca del Giappone e della BCE. I primi godono di un mandato di cinque anni e possono essere rieletti (Art 24 della Bank of Japan Law)¹⁰², per i secondi il mandato è più lungo. Infatti, la carica dei membri del “Governing Council” dura otto anni dopo i quali però non si può essere rieletti¹⁰³. Dal momento che l’indipendenza di un banchiere centrale aumenta con la lunghezza del proprio mandato,

⁹⁸ 「日本銀行法」

http://elaws.egov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=409AC0000000089&openerCode=1

⁹⁹ Bebenroth, R., Vollmer, U. 2007, “Bank of Japan versus Eurosystem- A Comparison of Monetary Policy Institutions and Conduct in Japan and in the Euro Area”, *Intereconomics* Volume 42, issue 1, 2007.

¹⁰⁰ Ibid.

¹⁰¹ “Consiglio direttivo”, Banca Centrale Europea. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>

¹⁰² 「日本銀行法」、第二十四条

http://elaws.egov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=409AC0000000089&openerCode=1#143

¹⁰³ Bebenroth et al, 2007.

ed è maggiore se non può essere ri-eletto (perché non deve preoccuparsi di vincere le ri-elezioni), i membri del “Governing Council” della BCE godono di un maggior grado di indipendenza rispetto alla loro controparte giapponese. Le due Autorità monetarie appaiono differenti anche sotto l’aspetto dell’indipendenza funzionale e organizzativa. L’articolo 19 della Bank of Japan Law permette al Ministro delle Finanze di partecipare alle sedute del “Policy Board” e di esprimere il proprio parere su questioni di politica monetaria. Inoltre, l’articolo 4 prevede che la Banca del Giappone debba mantenere sempre stretto contatto con il Governo e dialogare affinché politica monetaria e politica fiscale procedano armoniosamente. Niente di tutto ciò è previsto per quanto riguarda l’Eurozona. Anzi, l’articolo 101 del Trattato della Comunità Europea proibisce alla BCE di concedere prestiti al settore pubblico. Per quanto riguarda la trasparenza, la BCE si avvale del principio di responsabilità collettiva, per cui non pubblica i verbali delle sedute del “Governing Council” né rende noti i voti dei singoli membri. La BCE difende questa decisione affermando che in questo modo è più facile evitare di ricevere pressioni politiche dai singoli Stati. La Banca del Giappone al contrario pubblica sia i verbali delle sedute sia i voti dei singoli membri. Riassumendo, l’organo decisionale della Banca del Giappone è decisamente più piccolo di quello della BCE, e quest’ultima gode di un livello complessivo di indipendenza maggiore.

1.4.2 Il principio di incoerenza temporale

Nei paragrafi precedenti è stato analizzato il modo in cui l’Autorità monetaria possa influenzare le aspettative del pubblico, sottolineando l’importanza rivestita dalla credibilità nel far sì che le politiche annunciate si realizzino efficacemente. Viene però da chiedersi se esista la possibilità che la Banca Centrale devii da quanto annunciato per perseguire obiettivi tenuti nascosti al pubblico; e come si possa descrivere la dinamica di interazione tra Banca Centrale e pubblico. Anche in questo caso, è Lucas con l’introduzione del concetto di aspettative razionali a dare l’avvio all’analisi della politica monetaria in termini di giochi strategici. In precedenza, vi era la credenza che le Autorità di politica economica fossero in grado di controllare l’economia dall’esterno del sistema economico stesso. Per descrivere questo fatto si ricorreva all’analogia per cui la traiettoria di un missile poteva essere controllata automaticamente grazie ai comandi trasmessi dalla centrale di controllo; il settore privato dell’economia veniva concepito come un meccanismo caratterizzato da degli automatismi di comportamento (il missile), mentre l’Autorità di politica economica era la centrale operativa che con i suoi input (ad esempio la politica monetaria) poteva esercitare un’influenza sul comportamento dell’economia, proprio perché essa rispondeva in modo “meccanico” agli impulsi delle differenti politiche. Se tuttavia gli attori economici formulano delle previsioni con le aspettative razionali, come postulato da Lucas, allora includeranno in tali attese anche il tentativo di controllo messo in atto dai

policy-maker. Tale problematica è stata studiata da Kydland e Prescott, il cui contributo ha ridisegnato la teoria della politica macroeconomica. Il loro studio ha portato alla luce la scoperta di un meccanismo nuovo alla base dell'interazione tra gli agenti economici e le Autorità di politica economica: la cosiddetta "incoerenza temporale"¹⁰⁴. All'inizio dell'interazione gli agenti economici scelgono un sentiero di sviluppo delle loro variabili di controllo. Tra queste, vi è l'aspettativa sul valore che assumerà la variabile di politica economica controllata dalla Banca Centrale, come ad esempio la quantità di moneta offerta. Questo avviene in quanto il pubblico possiede aspettative razionali, le quali sono rivolte al futuro. Pertanto, il valore della variabile scelta dal pubblico dipenderà anche dalle previsioni sulla politica seguita in futuro, non solo su quella corrente o passata. L'Autorità monetaria annuncerà da parte sua il valore che intende assegnare al proprio strumento; se il pubblico crede all'annuncio sulle politiche future fatto dalle Autorità all'inizio, allora metterà in atto determinati comportamenti; ciò però potrebbe portare ad una situazione in cui le Autorità, da un certo momento in avanti troveranno utile cambiare le politiche rispetto a quanto annunciato. Una problematica del genere si presta ad essere analizzata tramite la teoria dei giochi, dal momento che tra la formazione di aspettative del pubblico e le azioni dell'Autorità monetaria sussiste un'interazione strategica. Se, come ricordato da Lucas, il pubblico include nella propria strategia decisionale le previsioni sulla politica futura seguita dal policy-maker, allora le sue decisioni dipendono dalla conoscenza che ha delle azioni di questo ultimo. D'altro canto, le Autorità di policy, nel decidere la politica monetaria prenderanno in considerazione le azioni e le strategie prescelte dal pubblico. In uno studio successivo, Barro e Gordon¹⁰⁵ hanno analizzato questa interazione strategica e hanno dimostrato, servendosi della teoria dei giochi, come il problema dell'incoerenza temporale faccia sì che la politica monetaria migliore, ovvero pareto-efficiente¹⁰⁶, non sia ottenibile. Pertanto, se non è possibile raggiungere l'ottimo paretiano viene da domandarsi se esistano, e quali siano i criteri più adatti a guidare la politica monetaria in modo che non produca eccessive distorsioni nella struttura economica.

¹⁰⁴Kydland, F. Prescott E. 1977.

¹⁰⁵ Barro R. Gordon D. 1983. "Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*.

¹⁰⁶ "L'allocation Pareto-efficiente è la migliore situazione possibile in termini di efficienza allocativa e produttiva. L'ottimo di Pareto è un punto di massimo miglioramento della struttura economica. In un ottimo paretiano è impossibile migliorare la situazione di un soggetto senza compromettere quella di un altro soggetto. Se ciò fosse possibile, infatti, dal punto di vista sociale sarebbe possibile migliorare la situazione di alcuni soggetti senza peggiorare quella degli altri". Da "Ottimo paretiano", Okpedia. https://www.okpedia.it/ottimo_paretiano

1.4.3 Dibattito “Rules vs Discretion” come principio guida della Banca Centrale

La questione circa l'utilizzo da parte della Banca Centrale di regole meccaniche nell'attuazione della politica monetaria, piuttosto che di discrezionalità, che le permetterebbe di cambiare di volta in volta i propri obiettivi in base alle congiunture del ciclo economico, è un dilemma che ha tenuto banco per molto tempo nei dibattiti di teoria monetaria e che oggi può essere considerato sotto una luce particolare di cambiamento. Grazie alla formulazione del concetto di incoerenza temporale illustrato nel paragrafo precedente, nella teoria economica attuale vige il consenso per cui le Banche Centrali debbano seguire delle regole per decidere i tempi e le modalità dei loro interventi allo scopo di garantire la stabilità dei prezzi senza provocare sorprese nei mercati. Gli imprevisti infatti provocherebbero un aumento dell'incertezza degli operatori economici e di conseguenza ridurrebbe l'efficacia della politica monetaria. Tre sono le regole principali che si sono affermate come paradigma di condotta delle Banche centrali.

- La prima regola, sostenuta da Milton Friedman, afferma che le Banche Centrali dovrebbero mantenere un tasso costante di crescita della moneta. Secondo questa teoria, le fluttuazioni dell'offerta di moneta sono responsabili delle più marcate fluttuazioni dell'economia, pertanto una crescita moderata e costante dell'offerta di moneta causerebbe la stabilità della produzione, dell'occupazione e dei prezzi¹⁰⁷.
- La seconda regola consiste nel porre come obiettivo un determinato livello di PIL nominale: se il PIL nominale supera quello prefissato come obiettivo, la Banca centrale riduce la crescita monetaria per rallentare la domanda aggregata; se rimane al di sotto del livello prefissato, la Banca centrale aumenta la crescita monetaria per stimolare la domanda aggregata. Qualora venisse adottata, questa regola sarebbe da fissare per un periodo breve, dato che la teoria dominante, accettata anche dai neokeynesiani, postula che la politica monetaria non sia in grado di influenzare il reddito nel lungo periodo¹⁰⁸.
- La terza regola, che ad oggi è quella maggiormente adottata da molte Autorità monetarie, prevede il raggiungimento di un tasso di inflazione target, ed altro non è che una possibile applicazione della regola di Taylor in cui l'obiettivo viene raggiunto tramite la manipolazione del tasso di interesse¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Friedman, M., Schwarz, A., 1979.

¹⁰⁸ Si veda 1.2.

¹⁰⁹ Si veda paragrafo 1.2.

Sia la BCE che la Banca del Giappone hanno adottato la terza regola, mantenendola anche con il lancio di politiche monetarie non convenzionali nel 2013. La BCE si pone come obiettivo standard il raggiungimento di un tasso di inflazione vicino al 2% per l'Eurozona¹¹⁰, mentre la Banca del Giappone nel 2013 con il lancio del “Quantitative and qualitative easing” aveva allo stesso modo posto un obiettivo in termini di tasso di inflazione pari al 2%, salvo poi alzare ulteriormente l'asticella nel 2016 dichiarando che avrebbe continuato a perseguire politiche monetarie non convenzionali fino a quando il 2% di inflazione non sarebbe stato superato¹¹¹. Questa dichiarazione arriva in un momento in cui paradossalmente non è stato ancora raggiunto nemmeno il primo obiettivo di un tasso di inflazione stabile al 2%. Lo scopo sembra piuttosto quello di mostrare al pubblico il continuo impegno da parte della Banca del Giappone a non cambiare rotta rispetto al tipo di politiche annunciate nel 2013, infondendo così certezza agli operatori economici. Pertanto, ciò che realmente è cambiato negli ultimi cinque anni non è tanto il tipo di obiettivo perseguito da BCE e Banca del Giappone, quanto piuttosto gli strumenti impiegati per cercare di raggiungere lo scopo prefissato. Infatti, attualmente avrebbe più senso parlare di discrezionalità non in termini di principio guida della politica monetaria tout court, ma in ragione del grado di complessità innovativa mostrato dalle politiche monetarie di Giappone e Unione Europea per raggiungere l'obiettivo del tasso di inflazione.

1.5. Le Politiche monetarie convenzionali

L'analisi del ruolo e delle modalità di condotta dell'Autorità monetaria ha come naturale prosieguo la definizione delle tipologie di politiche che essa può adottare. Una prima grande divisione deve essere fatta tra politiche monetarie convenzionali, espone nel presente paragrafo, e politiche monetarie non convenzionali, delineate nel paragrafo successivo.

Le misure convenzionali di politica monetaria agiscono stabilendo un valore target per il tasso di interesse overnight del mercato interbancario, in cui solitamente vengono scambiati strumenti finanziari con alto livello di liquidità e una maturity, ovvero la scadenza al termine della quale il titolo deve essere ripagato, molto bassa, e aggiustando di conseguenza l'offerta di moneta della Banca Centrale in funzione del valore target attraverso operazioni di mercato aperto¹¹². Per minimizzare l'esposizione al rischio del bilancio della Banca Centrale, tutte le operazioni di mercato aperto avvengono solitamente sotto forma di operazioni temporanee a fronte di una serie di collaterals (attività

¹¹⁰ “Politica monetaria”, Banca Centrale Europea. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.it.html>

¹¹¹ “Monetary policy”, Bank of Japan. <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>

¹¹² Smaghi, B.L. 2009, “Conventional and unconventional monetary policy”, discorso tenuto al “International Center for Monetary and Banking Studies”, Ginevra.

finanziarie date come garanzia del finanziamento ricevuto) ritenuti appropriati. In sostanza, la Banca Centrale fornisce liquidità all'economia attraverso l'acquisto di determinati titoli, con il vincolo che questi medesimi titoli vengano, in un determinato momento futuro, riacquistati da chi li aveva venduti alla Banca Centrale. Pertanto, adottando misure convenzionali la Banca Centrale non è coinvolta né nel prestare direttamente al settore privato o al Governo finanziandone il debito, né quindi nell'acquisto definitivo di titoli di Stato, titoli di debito delle Imprese o altre tipologie di debito¹¹³. Manovrando il tasso di interesse, la Banca Centrale gestisce il livello di liquidità dei mercati monetari e persegue il proprio obiettivo primario che generalmente consiste nel mantenimento della stabilità dei prezzi nel tempo¹¹⁴.

Il Giappone rappresenta il caso emblematico in cui le contingenze economiche hanno portato le misure convenzionali di politica monetaria agli estremi, mettendone in mostra i limiti. Il paese agli inizi degli anni Novanta presentava un rallentamento consistente dell'output gap¹¹⁵, principalmente dovuto allo scoppio della bolla speculativa e all'invecchiamento della popolazione¹¹⁶. Come si evince dal grafico, l'output gap passa dal 4% di inizio anni Novanta ad un valore negativo, -4%, alla fine del decennio.

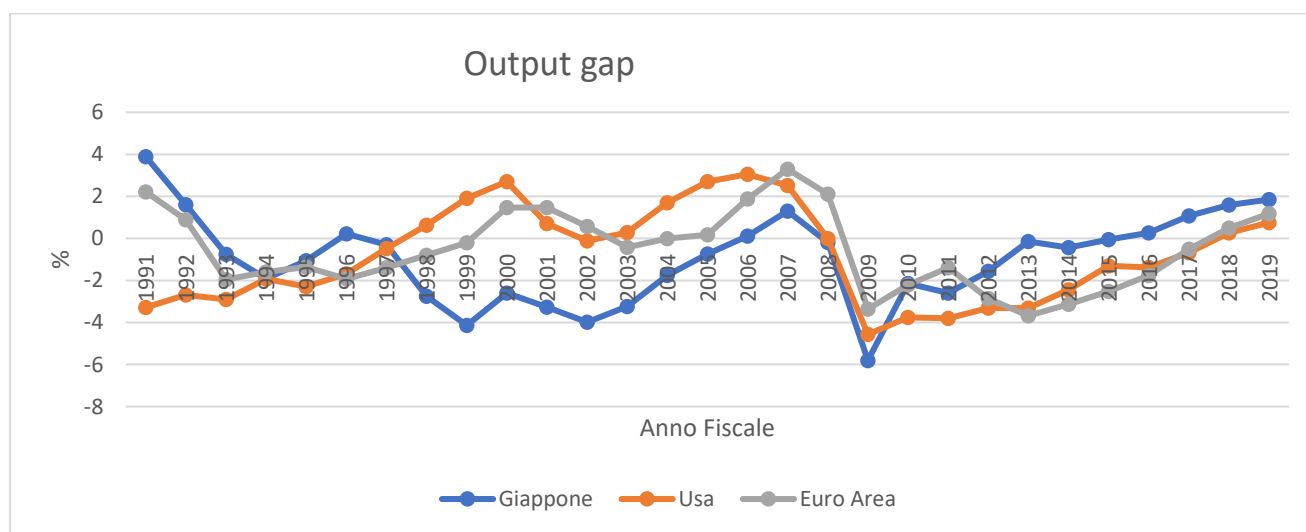


Figura 1¹¹⁷- Output gap di Giappone, Stati Uniti e Eurozona

¹¹³ Smaghi, B. L., 2009.

¹¹⁴ Come già esposto in 1.2., la stabilità dei prezzi si traduce nello stabilire e cercare di raggiungere un tasso di inflazione target, da mantenere costantemente.

¹¹⁵ L'output gap è la differenza tra PIL reale e PIL potenziale, espresso come percentuale del PIL potenziale. Questo indicatore viene comunemente usato per misurare la capacità produttiva di un paese.

¹¹⁶ Nakaso, H. 2017, "Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience" Discorso tenuto al "Central Banking Seminar" presso la Federal Reserve Bank di New York.

¹¹⁷ Fonte: Rielaborazione di dati tratti dal sito OCSE <http://www.oecd.org/>

Si cercò quindi di stimolare la produzione portando il tasso di interesse a livello dello zero, con una politica detta “ZIRP” (Zero Interest-Rate Policy). Nello specifico la Banca del Giappone decise nel febbraio del 1999 di portare il tasso overnight interbancario a zero, facilitando così la circolazione di liquidità nell’economia con l’obiettivo di far ripartire investimenti e consumi per stimolare la produttività¹¹⁸. Tuttavia, nonostante alcuni accenni di ripresa nel 2000, la situazione non era migliorata e ciò indusse la Banca del Giappone ad abbandonare la ZIRP, che comunque era una misura convenzionale, in favore di misure non convenzionali di politica monetaria (che verranno esposte nel paragrafo seguente). La critica maggiormente mossa nei confronti della Banca del Giappone riguarda il ritardo con cui essa ha adottato lo ZIRP¹¹⁹. Probabilmente una sua attuazione più tempestiva avrebbe permesso all’economia giapponese di non precipitare durante il decennio degli anni Novanta.

1.6 Le politiche monetarie non convenzionali

Il raggiungimento di un tasso di interesse pari a zero segna il limite delle misure convenzionali di politica monetaria. Se raggiunto tale valore la situazione economica non migliora, si ricorre a misure non convenzionali. Generalmente, quando il tasso di policy è zero si possono ottenere ulteriori stimoli monetari in tre modi tra di loro complementari: 1) indirizzando le aspettative sui tassi di interesse di medio e lungo termine, 2) alterando la composizione del portafoglio della Banca Centrale, 3) espandendo in dimensione il portafoglio della Banca Centrale¹²⁰. Tutte queste misure hanno un elemento in comune: sono concepite per migliorare le condizioni di finanziamento non solo per i tassi interbancari a breve, ma anche per tassi a più lunga scadenza. Le misure non convenzionali dunque modificano direttamente il costo e la disponibilità di finanziamenti esterni per banche, imprese e famiglie. I finanziamenti possono essere erogati sotto forma di liquidità della Banca Centrale, prestiti, titoli a rendimento fisso. Le misure non convenzionali di solito cercano di ridurre la differenza tra i tassi di interesse interbancari overnight e i tassi interbancari a medio-lungo termine che rappresentano il “costo” dei finanziamenti. Appena dopo lo shock Lehman Brothers, lo spread tra il tasso EURIBOR

¹¹⁸ Nakaso, 2017.

¹¹⁹ Ito, T., Mishkin, F. 2006, “Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim”, University of Chicago Press.

¹²⁰ Smaghi, B., L. 2009.

a tre mesi¹²¹ e il tasso overnight EONIA¹²² è aumentato vertiginosamente, segno che la liquidità nei mercati finanziari si stava prosciugando. Un alto tasso di interesse indica infatti che le banche sono più restie a concedere prestiti, nonostante posseggano liquidità, e dall'altra parte diminuisce il numero di imprese che, essendo in grado di sostenere un simile tasso, può accedervi. Come si nota dal seguente grafico, anche durante il periodo di crisi del debito sovrano (2011-2013) vi è un innalzamento del differenziale.

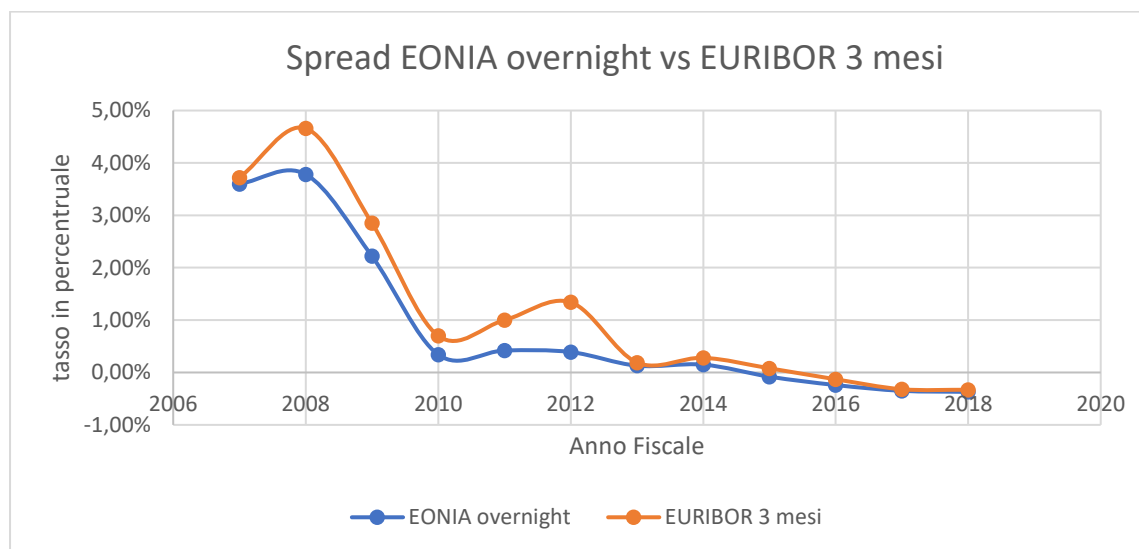


Figura 2¹²³ - Differenziale tra tasso EONIA ed EURIBOR a 3 mesi

Una politica monetaria convenzionale, basata sulla manipolazione del tasso di interesse ufficiale, non sarebbe stata efficace in queste circostanze. Un modo in cui la Banca Centrale può influenzare le condizioni del credito è andando ad agire sulle condizioni di mercato di diverse tipologie di asset, ad esempio bond governativi, titoli di debito societario, carte commerciali¹²⁴ o asset stranieri. Ciò avviene tramite politiche dette di “Quantitative easing”, in cui la Banca Centrale decide di espandere le dimensioni del proprio portafoglio con l’acquisto di asset, tipicamente titoli di Stato a lunga scadenza

¹²¹ “Il tasso di interesse Euribor a 3 mesi è il tasso di interesse al quale una selezione di banche europee si concede reciprocamente prestiti in euro per un periodo di 3 mesi”. “Tasso Euribor”, Global-rates. <http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/euribor/tasso-di-interesse-euribor-3-mesi.aspx>

¹²² “L’Eonia (Euro OverNight Index Average) è il tasso di interesse medio al quale una selezione di banche europee si concede reciprocamente prestiti in euro per un periodo di 1 giorno.” “EONIA”, Global-rates. <http://it.global-rates.com/statistiche-economiche/statistiche-economiche.aspx>

¹²³ Fonte: rielaborazione di dati tratti da “Global rates”. <http://it.global-rates.com/statistiche-economiche/statistiche-economiche.aspx>

¹²⁴ “Strumento di finanziamento a breve termine, con una durata generalmente entro un anno.” “Glossario”, La voce. <http://www.lavoce.info/suggerimenti/glossario/34C.html>

comprati dalle banche¹²⁵. L'idea sottostante è duplice: con l'acquisto di titoli di Stato a lunga scadenza i rendimenti dei titoli privati diminuiscono parallelamente a quelli dei titoli di Stato, data l'interrelazione esistente tra i titoli di Stato e quelli privati. Una diminuzione dei rendimenti implica un minor onere per i debitori e dunque un più facile accesso a forme di finanziamento. Inoltre, l'acquisto massiccio di asset a lunga scadenza provocherebbe anche il crollo dei tassi di interesse a lungo termine (data la relazione inversa tra prezzo e tasso di interesse), e ciò indurrebbe un aumento degli investimenti di lungo periodo e quindi della domanda aggregata. Questa è la ragione per cui le banche giocano un ruolo fondamentale nel "Quantitative easing", vendendo titoli alla Banca Centrale ed erogando la liquidità ricevuta sotto forma di prestiti alle imprese. Tuttavia, se permane un clima di incertezza le banche possono trattenere la liquidità ricevuta come precauzione contro possibili shock finanziari, impedendone dunque la circolazione nel circuito dell'economia reale. La stabilità bancaria è dunque una preconditione essenziale al successo di qualsiasi politica di "Quantitative easing". Diversi studiosi, tra cui Hausman e Wieland (2014), e Kaneko Sadayoshi (2016) hanno proprio individuato nel settore bancario giapponese un motivo di critica alla prima fase di politica monetaria espansiva (Il "Quantitative and Qualitative easing" lanciato nel 2013) del Governo Abe, dato che l'ingente quantità di liquidità fornita dalla Banca del Giappone rimaneva confinata nel circuito bancario, senza intaccare l'economia reale¹²⁶. La Banca del Giappone del resto aveva svolto in precedenza un ruolo pionieristico in materia di "Quantitative easing", con l'attuazione di tale politica per ben un quinquennio, dal 2001 al 2006. Le caratteristiche portanti erano: cambiamento del target operativo per le operazioni di mercato monetario dal tasso interbancario overnight al saldo detenuto dalle banche presso la Banca del Giappone; acquisto definitivo di bond giapponesi; esplicito e pubblico impegno a mantenere questa condotta fino a quando non si fosse raggiunta la stabilità dei prezzi. Durante tutto questo periodo, molti accademici dibatterono sul fatto che in realtà l'uscita del Giappone dalla deflazione sarebbe potuta avvenire solamente e semplicemente permettendo allo yen di deprezzarsi per frenare la caduta dei prezzi. Questo è il succo della famosa teoria di Lars Svensson, "The Foolproof Way"¹²⁷. Tuttavia, tale assunto sottovaluta l'enorme difficoltà di influenzare le aspettative e l'attività economica quando il funzionamento del sistema finanziario è compromesso. Infatti, i fallimenti nella ristrutturazione del settore finanziario e aziendale e nella ricapitalizzazione

¹²⁵ Smaghi, B., L. 2009.

¹²⁶ Hausman, J.K., Wieland, J.F., 2014; 金子 貞吉, 2016. Si veda l'introduzione.

¹²⁷ Svensson, L.E.O. 2006, "Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap", Brookings Papers on Economic Activity.

bancaria sono stati ampiamente riconosciuti come cause principali dei tassi di crescita anemici del Paese e dei prezzi in declino, cause sulle quali la Banca del Giappone ha poca presa¹²⁸.

Il “Quantitative easing” prevede che la Banca Centrale acquisti direttamente asset in cambio di moneta¹²⁹. Ciò implica che la Banca Centrale detiene gli asset fino alla scadenza della maturity, o a una eventuale rivendita, e quindi si assume una certa dose di rischio sul proprio portafoglio. Una misura non convenzionale alternativa, chiamata “Indirect Quantitative/Credit easing”, permette all’Autorità monetaria di aumentare la dimensione del proprio portafoglio attraverso prestiti di lunga durata alle banche, in cambio di garanzie che includono asset i cui mercati siano temporaneamente compromessi¹³⁰. Questo tipo di policy influisce direttamente sull’orizzonte della curva dei rendimenti in cui vengono condotte le operazioni di policy. Ad esempio, operazioni di politica monetaria con una maturity di sei mesi hanno un impatto diretto sui mercati monetari interbancari a sei mesi, soprattutto se le operazioni sono condotte a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi¹³¹. L’aumento della base monetaria viene determinato in maniera endogena dal sistema bancario, in base alle proprie condizioni finanziarie. È chiaro che in periodi di crisi, il portafoglio della Banca Centrale aumenti, data la crescente domanda di liquidità da parte delle banche. Un altro aspetto di questo tipo di policy riguarda la qualità dei collaterals. Allargando il ventaglio di collaterals accettati dalla Banca Centrale, le banche si avvantaggiano di un accesso maggiormente facilitato al credito, e possono pertanto erogare con più facilità prestiti alle imprese. Inoltre, molto spesso sono le stesse banche a decidere che tipo di collaterals usare nelle operazioni di rifinanziamento con la Banca Centrale. È logico dunque che in periodi di stress dei mercati si assisterà ad una tendenza naturale delle banche ad usare come collaterals asset di qualità inferiore.

Nell’Eurozona, a partire dal 2008 si è deciso di adottare una policy di “Indirect credit easing” in cui la liquidità viene erogata ad un tasso fisso per periodi che variano da una settimana a sei mesi.¹³²

Allo stesso tempo sono aumentate anche le tipologie di asset accettate come collaterals, allentando ancora di più le condizioni di accesso alla liquidità. Nel 2008 infatti il pool di collaterals accettati è aumentato del 17,2% se paragonato con l’anno precedente. Tutto ciò è servito ad attenuare in qualche misura l’impatto della crisi economico finanziaria del 2008. Questo tipo di policy non può essere definito “Quantitative easing” tout court, dal momento che l’obiettivo principale è di ampliare i

¹²⁸ Hiroshi, U. 2006, “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses”, Bank of Japan WP Series.

¹²⁹ La moneta della Banca Centrale è chiamata tipicamente “moneta ad alto potenziale” per il suo massimo grado di liquidità.

¹³⁰ Smaghi, B.L. 2009.

¹³¹ Questo tipo di operazioni è noto in letteratura come “fixed rate, full allotment”.

¹³² Smaghi, B.L., 2009.

collaterals bancari e allentare le rigidità del finanziamento ai privati, di modo che siano le banche ad espandere l'offerta di credito. Data dunque l'importanza che il settore bancario riveste in questo caso nell'offrire credito all'economia, è opportuno enfatizzare il fatto che le politiche monetarie che possono rendere al meglio nell' Eurozona differiscono in termini di ampiezza e profondità d'azione rispetto a quelle adottate in Paesi avanzati come gli Stati Uniti, caratterizzati da un sistema finanziario maggiormente deregolamentato. Un esempio calzante è fornito dal fatto che nel 2007 l'ammontare di prestiti concessi dal settore bancario ai privati era pari a circa il 145% del PIL nell'Area Euro, mentre negli Stati Uniti solo al 63%. Ciò riflette anche una problematica già affrontata in questo lavoro, riguardante la crescente instabilità del settore finanziario dovuta anche al fatto che in certe economie, e quella statunitense è paradigmatica, stanno aumentando considerevolmente le istituzioni finanziarie che svolgono servizi tipicamente bancari, ma con minor regolamentazioni e garanzie¹³³.

1.7 I meccanismi di trasmissione della politica monetaria

I seguenti paragrafi tratteranno della maniera in cui convenzionalmente, attraverso vari canali, le azioni di politica monetaria si ripercuotono sul sistema economico, sia finanziario che reale.

Gli organi esecutivi delle Banche Centrali stabiliscono il tasso di interesse a breve attraverso cui interagiscono con i mercati monetari¹³⁴. Le decisioni riguardanti questo tasso di policy ufficiale influiscono sull'attività economica e l'inflazione tramite diversi canali. In primo luogo, il tasso ufficiale di policy ha ripercussioni di diversa entità sui tassi dei mercati (come ad esempio i tassi sui mutui e i tassi sui depositi bancari). Allo stesso tempo, le azioni e gli annunci di policy condizionano le aspettative degli attori economici circa l'andamento futuro dell'economia, andando anche a modificare i prezzi degli asset e il tasso di cambio. Questi cambiamenti in seconda battuta influiscono sui comportamenti di spesa, risparmio e investimento degli individui e delle imprese. Pertanto, cambiamenti nel tasso ufficiale di policy modificano la domanda aggregata di beni e servizi, almeno nel breve periodo. Inoltre, il nuovo livello di domanda se relazionato alla capacità di offerta domestica, nel mercato del lavoro come in qualsiasi settore, riveste un ruolo preponderante nel determinare la

¹³³ Si veda 1.2.1.

¹³⁴ Il mercato monetario è il “segmento dei m. finanziari su cui avvengono scambi su strumenti di debito, denominati in valute diverse (nazionali o straniere), con scadenze iniziali brevi, dall'overnight (una giornata lavorativa) fino a quella annuale. Il m. m. è fondamentale per la raccolta della liquidità necessaria al funzionamento ordinato del sistema finanziario globale. Sul m. interbancario, che costituisce la componente principale di quello monetario, le banche scambiano tra di loro riserve bancarie e sono controparti della Banca Centrale per operazioni di mercato aperto (pronti contro termine).” Da “Mercato monetario”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani. http://www.treccani.it/enciclopedia/mercato-monetario_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

spinta inflazionistica domestica. Ad esempio, se la domanda di lavoro eccede l'offerta disponibile, si assisterà alla tendenza ad un rialzo dei salari, che alcune imprese saranno in grado di scaricare sotto forma di prezzi maggiori per i consumatori. Le fluttuazioni del tasso di cambio hanno un effetto diretto sui prezzi domestici di beni e servizi importati, e un effetto indiretto sui prezzi di quei beni e servizi che competono con le importazioni o usano input importati e di conseguenza tutto ciò si ripercuote sulla componente dell'inflazione che deriva dalle importazioni.

Nel lungo periodo invece la politica monetaria determina il valore monetario di beni e servizi, ovvero il livello generale dei prezzi. Fluttuazioni del livello dei prezzi indicano di quanto il potere d'acquisto della moneta sia cambiato nel tempo. In questo senso l'inflazione, come sostenuto dai monetaristi, è un fenomeno monetario¹³⁵.

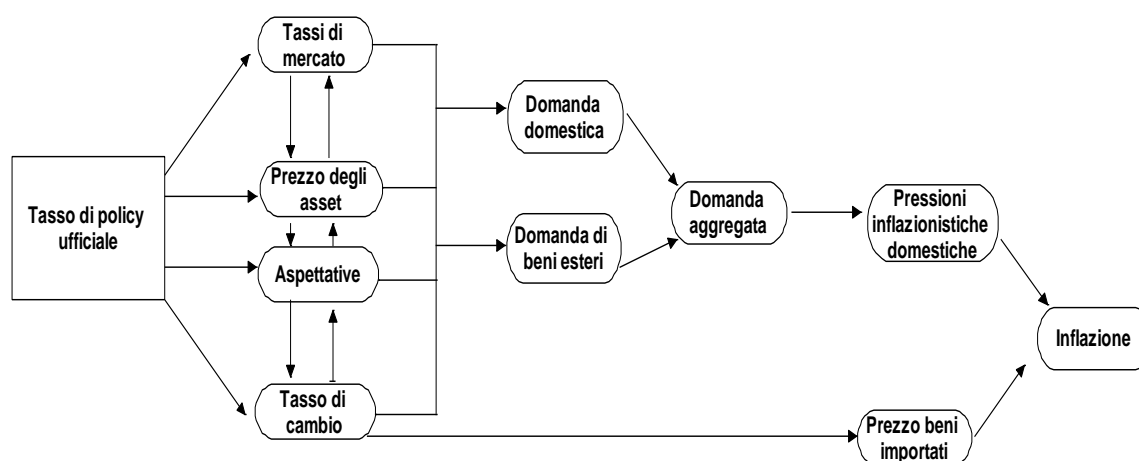


Figura 3¹³⁶- Canali di trasmissione della politica monetaria

1.7.1 L'impatto sui tassi interbancari e dei mercati finanziari

La Banca Centrale deriva il proprio potere nel determinare uno specifico tasso di interesse (il tasso di policy ufficiale) nei mercati monetari dal fatto che detiene il monopolio di offerta di moneta "ad alto potenziale", conosciuta anche con il nome di "base monetaria"¹³⁷. Infatti, la Banca Centrale stabilisce il prezzo a cui presterà moneta "ad alto potenziale" alle istituzioni private (come le banche). Essa

¹³⁵ "The transmission mechanism of monetary policy", report preparato dal "Monetary policy committee" della Banca d'Inghilterra, Bank of England Quarterly Bulletin, 1999.

¹³⁶ Fonte: Rielaborazione da "The transmission mechanism of monetary policy", si veda nota 130 a piè pagina.

¹³⁷La base monetaria è il "complesso costituito dalle passività a vista della Banca Centrale quali il circolante e le riserve bancarie. Queste ultime sono i depositi che le banche detengono presso la Banca Centrale e sono immediatamente utilizzabili per effettuare pagamenti. La b. m. è legata alla quantità di moneta presente nel sistema economico, che è composta dal circolante e dai depositi della clientela presso le banche." Da "Base monetaria", Dizionario di Economia e Finanza Treccani. http://www.treccani.it/enciclopedia/base-monetaria_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

concede prestiti prevalentemente tramite operazioni di pronti contro termine (che in letteratura sono noti con il nome di “repurchase agreements” o “repo”) a scadenza solitamente breve. Il tasso concordato in queste operazioni rappresenta il tasso ufficiale di policy menzionato in precedenza. L’effetto quantitativo del cambiamento del tasso di policy ufficiale su gli altri tassi di interesse, e sui mercati finanziari in generale, dipende dalla misura con cui il cambiamento di policy è stato anticipato e da come tale cambiamento influenzerà le aspettative riguardanti le policy future. Un cambiamento nel tasso ufficiale di policy si trasmette immediatamente agli altri tassi a breve dei mercati monetari, sia su strumenti dei mercati monetari aventi maturity differenti, sia su altri tassi a breve come ad esempio quelli sui depositi interbancari. Tuttavia, non è detto che i suddetti tassi si muovano sempre di un ammontare pari al cambiamento del tasso di policy ufficiale. Non appena il tasso di policy ufficiale cambia, le banche aggiustano il tasso con cui concedono prestiti, solitamente dello stesso ammontare del cambiamento di policy¹³⁸. Questo rivolgimento dunque influisce rapidamente sui tassi che le banche applicano ai clienti per prestiti a tasso variabile. Vi è la possibilità che cambino anche i tassi sui mutui a tasso variabile, anche se ciò non sempre è automatico. I tassi offerti ai risparmiatori si modificano al fine di preservare il margine tra i tassi sui depositi bancari e i tassi sui prestiti. Questo margine, che rappresenta il meccanismo di base con cui le banche ottengono profitti, può subire variazioni nel corso del tempo in base anche al mutare dello scenario competitivo nei mercati coinvolti, ma solitamente non muta solamente in risposta ai cambiamenti di policy.

Mentre un cambiamento nel tasso di policy ufficiale muove in maniera non ambigua gli altri tassi a breve nella stessa direzione, l’impatto invece su tassi a più lunga scadenza può spostarsi in entrambe le direzioni. Ciò si verifica poiché i tassi di interesse a lungo termine sono influenzati sia dai tassi a breve attuali, sia dalle aspettative sui tassi a breve futuri, cosicché il risultato dipende dalla direzione e dall’impatto esercitato dal cambiamento del tasso di policy sulle aspettative riguardanti il corso futuro dei tassi di interesse. Un aumento del tasso di policy potrebbe, ad esempio, generare un’aspettativa di tassi futuri più bassi, nel cui caso dunque i tassi a lungo termine cadrebbero in risposta ad un aumento del tasso di policy. L’effetto concreto di un cambiamento del tasso di policy sui tassi a lungo termine dipenderà parzialmente anche dall’impatto del cambiamento di policy sulle aspettative di inflazione.

¹³⁸ “The transmission mechanism of monetary policy”, 1999.

1.7.2 L'impatto sugli asset

Cambiamenti nel tasso di policy si ripercuotono sul valore di mercato dei titoli, come i bond e le azioni. Il prezzo dei bond è inversamente correlato ai tassi di interesse a lungo termine, pertanto un aumento dei tassi di interesse a lungo termine fa diminuire il prezzo dei bond, e viceversa. Tassi di interesse più alti, *ceteris paribus*, provocano la diminuzione anche dei prezzi delle altre tipologie di azioni¹³⁹.

Uno studio sul comportamento della FED¹⁴⁰ compiuto da Christensen e Gillan ha dimostrato che il “Quantitative easing” è in grado di ridurre le frizioni sui prezzi delle azioni tramite un canale di liquidità che aumenta il potere di contratto dei venditori nei mercati in cui la Banca opera¹⁴¹. In risposta alla Grande Recessione indotta dalla crisi finanziaria globale del 2007-2009 la FED ha iniziato ad acquistare consistentemente titoli a lunga scadenza per cercare di stimolare ulteriormente un'economia che stentava a ripartire, nonostante il tasso di policy fosse stato ridotto allo zero in precedenza. Il successo di questa politica di “Quantitative easing” nel ridurre i rendimenti sui titoli del Tesoro e i tassi dei mutui è ampiamente documentato da numerosi studi, tra cui Krishnamurthy e Vissing-Jorgensen (2011)¹⁴², Gagnon et al (2011)¹⁴³ e Christensen e Rudebusch (2012)¹⁴⁴, che mostrano che i rendimenti sui titoli del Tesoro a lungo termine e sulle altre tipologie di titoli si sono abbassati nei giorni in cui la FED ha annunciato di voler aumentare la quota in suo possesso di titoli a lungo termine. È opinione comune che tali effetti derivati dagli annunci siano correlati agli effetti sulle aspettative dei mercati circa la condotta futura di politica monetaria e le riduzioni dei premi sul rischio di titoli a lungo termine. Lo studio di Christensen e Gillan aggiunge un ulteriore effetto del “Quantitative easing”; oltre agli effetti derivati dagli annunci, tale politica può anche influenzare i rendimenti riducendo le frizioni che si creano sui prezzi. Questo effetto si produce perché, lanciando un programma di “Quantitative easing”, la Banca centrale entra nei mercati finanziari vestendo i panni di un grande e credibile compratore, che è avverso al rischio di vedersi ridotti i prezzi degli asset, così come non tiene particolarmente conto dell'aumento dei prezzi, in quanto l'obiettivo, migliorare le condizioni di accesso al credito (anche per il Governo) e in generale di funzionamento dei mercati finanziari, è

¹³⁹ “The transmission mechanism of monetary policy”, 1999.

¹⁴⁰ “Federal Reserve Bank”, la Banca Centrale statunitense.

¹⁴¹ Christensen, J.H.E., Gillan, J.M., 2017.

¹⁴² Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. 2011, “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2011, 215-265.

¹⁴³ Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B. 2011, “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 1, 3-43.

¹⁴⁴ Christensen, J.H.E., Rudebusch, G.D., 2012, “The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing” *Economic Journal*, Vol. 122, F385-F414.

fondamentalmente diverso rispetto a quello, tipicamente di “capital gain” degli altri operatori¹⁴⁵. Ad esempio, uno degli obiettivi ripetutamente affermati dai programmi di acquisto di asset da parte della FED consisteva nell’esercitare una pressione che schiacciasse verso il basso i tassi a lungo termine, o, equivalentemente, che alzasse i prezzi dei bond a lungo termine. Questo comportamento e la presenza persistente della banca centrale aumentano il potere contrattuale dei venditori vis à vis i compratori per le tipologie di titoli acquistati dalla Banca, e ciò può abbassare il loro premio di liquidità, i.e. titoli che normalmente venivano considerati “illiquidi” divengono ora più facilmente scambiabili¹⁴⁶. Più generalmente, per le Banche centrali di Paesi aventi mercati dei titoli di Stato con un certo grado di illiquidità, come avviene per molti paesi dell’Area Euro, i programmi di “Quantitative easing” che puntano all’acquisto dei titoli di Stato possono riuscire a ridurre il premio di liquidità di quei titoli per tutta la durata del programma¹⁴⁷.

1.7.3 L’impatto sul tasso di cambio

I cambiamenti dei tassi di interesse indotti dalla politica monetaria possono influenzare anche il tasso di cambio. Il tasso di cambio rappresenta il prezzo relativo della valuta domestica in termini di valuta straniera, pertanto esso dipende dalle condizioni monetarie domestiche come anche da quelle straniere¹⁴⁸. L’impatto preciso sul tasso di cambio provocato da un cambiamento del tasso di policy ufficiale è difficile da quantificare, dal momento che è condizionato dalle aspettative riguardanti i tassi di interesse e l’inflazione sia domestici che esteri, i quali a loro volta possono essere modificati in seguito ad un cambiamento di policy. Tuttavia, un aumento del tasso di policy, *ceteris paribus*, probabilmente porterà ad un immediato apprezzamento della valuta domestica nei mercati di cambio stranieri, e viceversa nel caso di una diminuzione del tasso di policy. L’apprezzamento del tasso di cambio è causato dal fatto che tassi domestici maggiori, in relazione ai tassi degli asset equivalenti in valuta straniera, rendono la valuta nazionale più attraente per gli investitori internazionali¹⁴⁹. Cambiamenti nel tasso di cambio causano cambiamenti nei prezzi relativi di beni e servizi domestici

¹⁴⁵ Christensen, J.H.E., Gillan, J.M., 2017.

¹⁴⁶ Duffie, D., Garleanu, N., Pedersen, L. H., 2007, “Valuation in Over-the-Counter Markets” *Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 5, 1865-1900.

¹⁴⁷ De Pooter, M., Martin, R., F., Pruitt, S., 2015, “The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

¹⁴⁸ “The transmission mechanism of monetary policy”, 1999.

¹⁴⁹ “The transmission mechanism of monetary policy”, 1999.

e stranieri, nondimeno alcuni di questi cambiamenti di prezzo possono impiegare molti mesi per radicarsi nell'economia domestica, e ancor più tempo per influenzare i comportamenti di spesa.

Il grafico seguente mostra l'andamento del tasso di cambio euro/yen per il periodo 2001-2006, evidenziando come, dati i tassi di riferimento BCE sempre di gran lunga maggiori rispetto a quelli giapponesi (benché in diminuzione nel corso degli anni) lo yen abbia continuato a deprezzarsi nei confronti dell'Euro.

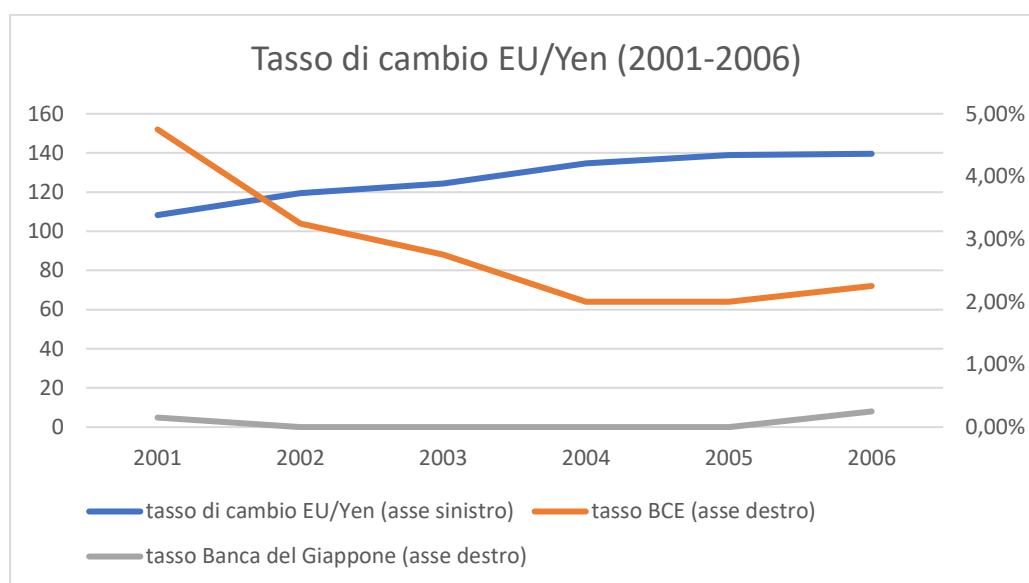


Figura 4¹⁵⁰ - Tasso di cambio euro/yen

1.7.4 L'impatto sulle aspettative

Cambiamenti nel tasso ufficiale di policy possono esercitare un'influenza sulle aspettative riguardanti il corso futuro dell'attività economica reale e l'inflazione. Tali cambiamenti di percezione interesseranno i partecipanti ai mercati finanziari, e possono influire anche su altri settori dell'economia attraverso, ad esempio, cambiamenti nelle attese future riguardanti il reddito, la disoccupazione, le vendite e i profitti. La direzione di questi effetti è difficile da stabilire. Un aumento dei tassi può ad esempio essere interpretato come indice del fatto che la Banca centrale creda che

¹⁵⁰ Fonte: Rielaborazione di dati tratti da "Global rates" <http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/banche-centrali/banca-centrale-giappone/interesse-boj.aspx>, e "Cambio euro" <https://www.cambioeuro.it/cambio-storico-yen-2001/#convertistorico>

l'economia stia crescendo più velocemente di quanto pensato in precedenza, incoraggiando aspettative di crescita futura e di fiducia in generale. Tuttavia, è anche possibile che un aumento del tasso di policy venga interpretato come un segnale implicito del fatto che la Banca Centrale si stia rendendo conto della necessità di rallentare la crescita per raggiungere il valore target di inflazione, e ciò potrebbe scalfire le aspettative di crescita futura. L'ambivalenza dei potenziali effetti sulle aspettative contribuisce ad aggiungere elementi di incertezza all'impatto di ogni tipo di cambiamento di policy, e quindi la presenza di un regime di politica monetaria credibile e trasparente si rivela di grande importanza¹⁵¹.

Anche quando i tassi toccano lo zero, la politica monetaria gode ancora di un notevole spazio di manovra sulle aspettative, come dimostrato da Eggertsson¹⁵². Quando i tassi raggiungono il limite inferiore, la Banca Centrale deve impegnarsi coerentemente verso un determinato tipo di politica che persegua un valore target del livello dei prezzi come obiettivo, infondendo fiducia al pubblico sul fatto che non devierà discrezionalmente dall'obiettivo fino a quando esso non sarà raggiunto. Essendoci un obiettivo chiaramente definito, il pubblico si formerà delle aspettative ben precise sull'andamento futuro dei tassi. Questo processo modificherà la domanda aggregata e ciò a sua volta influenzerà il livello di inflazione. L'implicazione da trarre è che l'andamento atteso dei tassi di interesse nominali futuri, e non solamente il loro livello corrente, è di grande importanza e perciò l'impegno a mantenere i tassi nominali bassi per un lungo periodo di tempo dovrebbe stimolare la domanda aggregata, anche quando i tassi correnti non possono essere ulteriormente abbassati. Qualsiasi deviazione da eventuali tassi obiettivo stabiliti in precedenza verrà interpretata come segno di mancanza di credibilità della Banca. Infatti, secondo Eggertsson, la gestione delle aspettative è l'elemento chiave di successo di ogni tipo di politica monetaria, poiché ciò che veramente è importante per raggiungere determinati valori inflattivi o di domanda aggregata è la previsione del settore privato riguardo il corso futuro dei tassi di interesse a breve termine¹⁵³. La ragione è che ciò determina il valore di equilibrio dei tassi di interesse a lungo termine, così come il tasso di cambio di equilibrio e il prezzo degli asset; tutti elementi che sono rilevanti nel determinare i comportamenti di spesa e quindi il livello dei prezzi. Alla base di tutto vi è quindi la reputazione che l'Autorità monetaria si costruisce nel tempo. Infatti, una delle ragioni per cui in Giappone, prima del secondo mandato di Abe, le aspettative di inflazione sono sempre rimaste basse è imputabile al senso di pessimismo e sfiducia che la Banca del Giappone potesse effettivamente ridurre il notevole debito pubblico nipponico con le sue azioni di politica monetaria.

¹⁵¹ "The transmission mechanism of monetary policy", 1999.

¹⁵² Eggertsson, G., Woodford, M., 2003.

¹⁵³ Ibid.

Prima del 2013, i governatori della Banca del Giappone hanno sempre mostrato riluttanza nell'aumentare gli acquisti di bond governativi, e quindi nel finanziare il debito, adducendo come motivo il fatto che ciò potrebbe incoraggiare il venir meno della disciplina fiscale, mostrando quindi una chiara volontà di non cooperazione con il Ministero delle Finanze¹⁵⁴. Tuttavia, come rimarcato da Eggertsson, la politica fiscale deve agire in coordinazione con la politica monetaria per essere efficace nel generare aspettative inflattive in un ambiente piagato dalla deflazione¹⁵⁵. Inoltre, Clouse et al. (2003) sostengono che operazioni di mercato aperto su titoli del Tesoro a lunga scadenza dovrebbero influire sulle aspettative di modo che si abbia un immediato stimolo all'economia¹⁵⁶. Il motivo è che se la Banca Centrale non dovesse mantenere l'impegno di tenere i tassi a breve al minimo incorrerebbe in una perdita in conto capitale sui bond a lunga scadenza che aveva precedentemente acquistato ad un prezzo basato sul fatto che avrebbe tenuto i tassi di interesse bassi.

1.7.5 Domanda aggregata e inflazione

I paragrafi precedenti hanno passato in rassegna i canali di trasmissione della politica monetaria. Il paragrafo presente intende analizzare come varia il comportamento di individui e imprese al variare del tipo di policy implementata tramite i canali di trasmissione. Modifiche nei comportamenti di spesa e investimento ovviamente influiranno direttamente sulla domanda aggregata e quindi sul livello di inflazione.

Tre sono gli effetti diretti che un cambio di regime monetario provoca sugli individui¹⁵⁷. In primo luogo, essi si trovano a dover fare i conti con valori nuovi dei loro tassi sui risparmi e sui debiti. Inoltre, il valore della ricchezza finanziaria individuale muta a seguito dei cambiamenti di prezzo degli asset. In terza battuta, qualsiasi aggiustamento del tasso di cambio modifica i prezzi relativi di beni e servizi prezzati in valuta domestica e straniera. Generalmente, l'effetto più sentito dagli individui è quello riguardante i nuovi tassi applicati ai debiti, in particolare i mutui, e ai loro risparmi. Aumenti dei tassi sui mutui riducono il reddito disponibile per i consumi in beni e servizi, cosicché i precedenti livelli di spesa non possono essere più sostenuti senza incorrere in ulteriori debiti, e ciò potrebbe con buona

¹⁵⁴ Nel capitolo secondo verranno analizzati nel dettaglio tutti gli sviluppi della politica monetaria giapponese post 2013.

¹⁵⁵ Eggertsson, G., 2003, "Fighting Deflation at Zero Nominal Interest Rates: Committing to Being Irresponsible," Fondo Monetario Internazionale.

¹⁵⁶ Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D., Tinsley, P., 2003, "Monetary Policy when the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero," Federal Reserve Board.

¹⁵⁷ "The transmission mechanism of monetary policy", 1999.

probabilità generare una spirale di contrazione dei consumi. Gli effetti sulla ricchezza finanziaria operano nello stesso senso. Tassi maggiori tendono a ridurre il valore degli asset, e una ricchezza finanziaria minore riduce il livello di spesa. Un'altra conseguenza di alti tassi di interesse è l'aumento del costo del finanziamento per l'acquisto di case, e pertanto si ha una riduzione della loro domanda. Una caduta della domanda riduce il tasso di crescita dei prezzi delle case che possono anche crollare. Le case rappresentano una componente importante della ricchezza personale. Cambiamenti del loro valore influisce sulle abitudini di spesa degli individui poiché spesso le case vengono impiegate a garanzia di prestiti contratti, pertanto un loro valore netto minore rende più difficile accedere ai prestiti. I seguenti grafici mostrano i trend dei prezzi delle case in Giappone e nell'Eurozona dal 2008 al 2013. Si nota come quasi sempre a prezzi degli immobili crescenti è associata una spesa per consumi crescente, o comunque stabile, e viceversa¹⁵⁸.

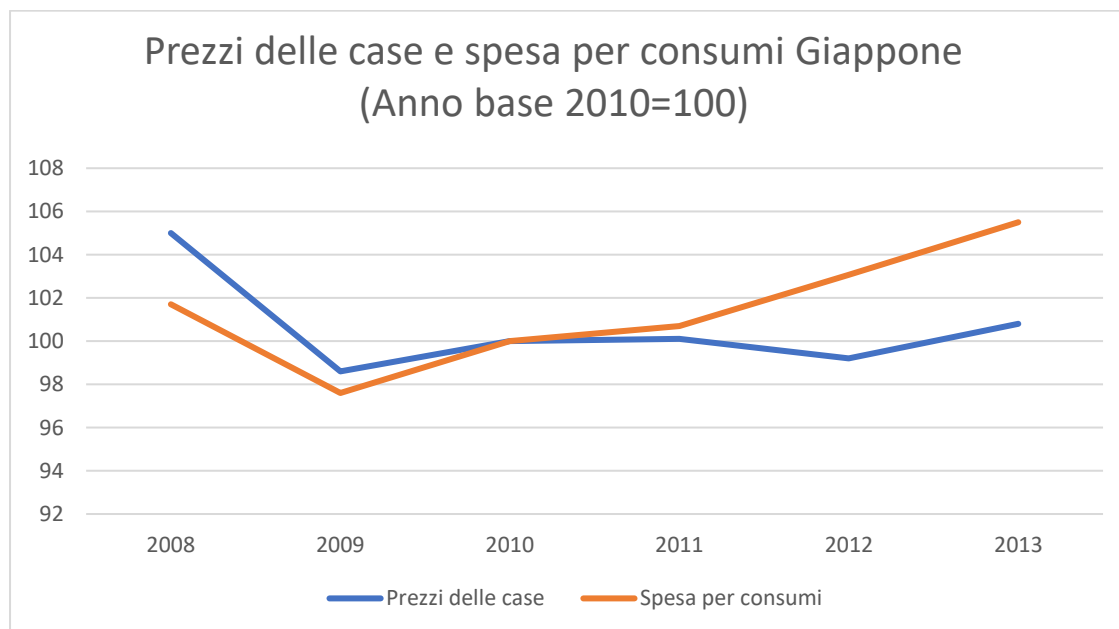


Figura 5- Prezzi delle case e spesa per consumi in Giappone¹⁵⁹

¹⁵⁸ Gli indici usati nei grafici sono l'House price indices (HPIs) avente come anno base di riferimento il 2010 (=100) e la spesa per consumi calcolata a prezzi costanti del 2010 e indicizzata sempre tenendo il 2010 come anno base. Tutti i dati in forma grezza sono stati tratti dal sito dell'OECD. Dal sito OECD.

<http://stats.oecd.org/>

¹⁵⁹ Fonte: rielaborazione personale di dati tratti dal sito OECD

http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1#

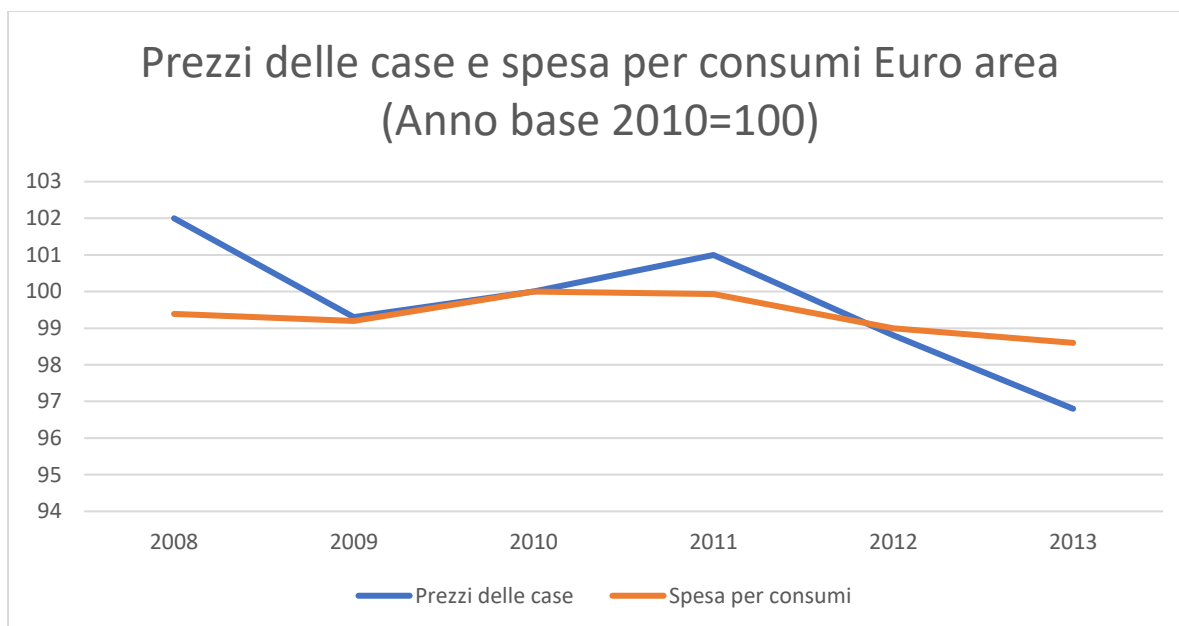


Figura 6¹⁶⁰ - Prezzi delle case e spesa per consumi nell'Area Euro

Tassi di interesse maggiori inoltre rendono la remunerazione del risparmio un'opzione più appetibile, a scapito del consumo. Un'altra influenza sui comportamenti di spesa viene esercitata dagli effetti che un cambiamento di tasso di policy ufficiale produce sulle aspettative riguardanti l'impiego e il reddito futuri. Tali effetti mutano a seconda delle circostanze specifiche, ma laddove ci si aspetta che un cambiamento di policy stimoli l'economia è assai probabile che le aspettative riguardanti maggior impiego e crescita futuri aumentino, stimolando così i consumi.

I livelli di spesa individuali risentono anche di cambiamenti del tasso di cambio quando un ammontare significativo di ricchezza (o di debito) è denominato in valuta straniera; di modo che una variazione del tasso di cambio causa una variazione della ricchezza. Aumenti del tasso di cambio rendono beni e servizi importati relativamente più a buon mercato rispetto a prima. I nuovi prezzi relativi incoraggeranno probabilmente una richiesta maggiore di beni esteri, e alcuni settori come il turismo estero ne beneficeranno particolarmente. In sostanza, un aumento del tasso ufficiale di policy, ceteris paribus, comporta una riduzione dei livelli di spesa individuali e, attraverso un aumento del tasso di cambio, una maggior domanda per beni e servizi esteri.

Un altro attore economico che si interfaccia ed è influenzato dai meccanismi di trasmissione della politica monetaria è rappresentato dalle imprese. Ovviamente la magnitudine dell'impatto esercitato da cambiamenti di politica monetaria dipende dal settore in cui l'impresa opera, dalle sue dimensioni

¹⁶⁰ Fonte: rielaborazione personale di dati tratti dal sito OECD

http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1#

e dalle sue fonti di finanziamento. Un aumento del tasso di policy ufficiale eserciterà un effetto diretto su tutte le imprese aventi come principale fonte di finanziamento prestiti bancari o prestiti legati a tassi di breve periodo, provocando un aumento del costo dei finanziamenti (e vice versa nel caso di una diminuzione). Aumentano anche i costi per mantenere le giacenze, dato che spesso vengono sostenute da prestiti bancari. Contestualmente, la probabilità che avvengano nuove assunzioni si riduce e invece aumentano i licenziamenti e/o le ore di lavoro. Alti tassi di interesse possono favorire quelle aziende che dispongono di notevoli quantità di depositi bancari, andando a irrobustire il loro flusso di cassa. Questo miglioramento schiude diverse opzioni per le aziende: possono scegliere di investire in maggiore capacità produttiva o effettuare più assunzioni, così come invece possono optare per maggiori investimenti in asset finanziari o per maggiori remunerazioni per i propri shareholders ed executive managers. Cambiamenti nel prezzo degli asset vengono risentiti particolarmente dalle piccole imprese che spesso prendono a prestito offrendo asset in garanzia. Ne consegue che una caduta del prezzo degli asset (causata da un aumento dei tassi) rende il ricorso a prestiti più difficoltoso, riducendo il valore netto delle aziende; effetto noto come “acceleratore finanziario”.

Il tasso di cambio produce importanti cambiamenti nel comportamento delle aziende. Un'azienda che produce in Giappone ad esempio possiede molti dei suoi costi fissi denominati in yen; e pertanto un eventuale apprezzamento dello yen nei mercati di cambio stranieri potrebbe peggiorare la sua posizione in termini di vendite estere rispetto ai competitor stranieri. Questo è un trend che riguarda maggiormente le aziende del settore manifatturiero, maggiormente esposte alla competizione estera.

Ad ogni annuncio di politica monetaria, le imprese si formano delle aspettative che poi tradurranno in investimenti specifici. Se riguardano capitale fisso, tali investimenti risultano difficili da riconvertire, perciò le previsioni sull'andamento della domanda futura sono alla base di ogni scelta di investimento. Una diminuzione della domanda futura attesa comporterà una minore spesa in investimenti, anche se logicamente è difficile predire l'effetto di ogni cambiamento del tasso ufficiale di policy sulle aspettative delle imprese. Riassumendo, le aziende che dipendono fortemente da finanziamenti bancari o da prestiti con tassi di interesse a breve risentono sensibilmente e in maniera diretta di cambiamenti del tasso ufficiale di policy. Tassi più alti (*ceteris paribus*) peggiorano la loro posizione finanziaria, tassi più bassi la migliorano. Cambiamenti nella posizione finanziaria possono condurre a cambiamenti nei piani di impiego e investimenti. Nuove policy alterano anche le aspettative riguardo il corso futuro dell'economia, influenzando sulla spesa per investimenti. Quest'ultimo effetto si aggiunge ai precedenti effetti diretti esercitati da cambiamenti nei tassi di interesse, prezzi degli asset e tasso di cambio. Tutti

i cambiamenti nel comportamento degli individui e delle imprese discussi precedentemente generano cambiamenti nel livello di domanda aggregata di un sistema economico¹⁶¹.

Se la domanda aggregata raggiunge un livello tale da indurre le aziende a produrre al di sopra delle proprie normali capacità produttive, si determinerà un aumento delle pressioni inflazionistiche domestiche¹⁶². Per alcune imprese infatti aumenterà il costo del lavoro per unità di prodotto dal momento che stanno producendo ad una capacità superiore a quella normale. Si potrà verificare di conseguenza la necessità di assumere un maggior numero di lavoratori o di aumentare il numero di ore lavorative. Questo domanda extra di lavoro è di solito associata ad una pressione verso aumenti salariali e di inflazione sui prezzi¹⁶³. Pertanto, periodi di boom economico che inevitabilmente spostano l'output al di sopra della propria capacità produttiva normale sono seguiti da un considerevole aumento dell'inflazione, mentre periodi di recessione che deprimono la produzione molto al di sotto del proprio livello potenziale sono generalmente associati ad una riduzione della pressione inflazionistica. Tale trend è assai evidente nel Giappone del "decennio perduto" successivo allo scoppio della bolla speculativa del 1989.

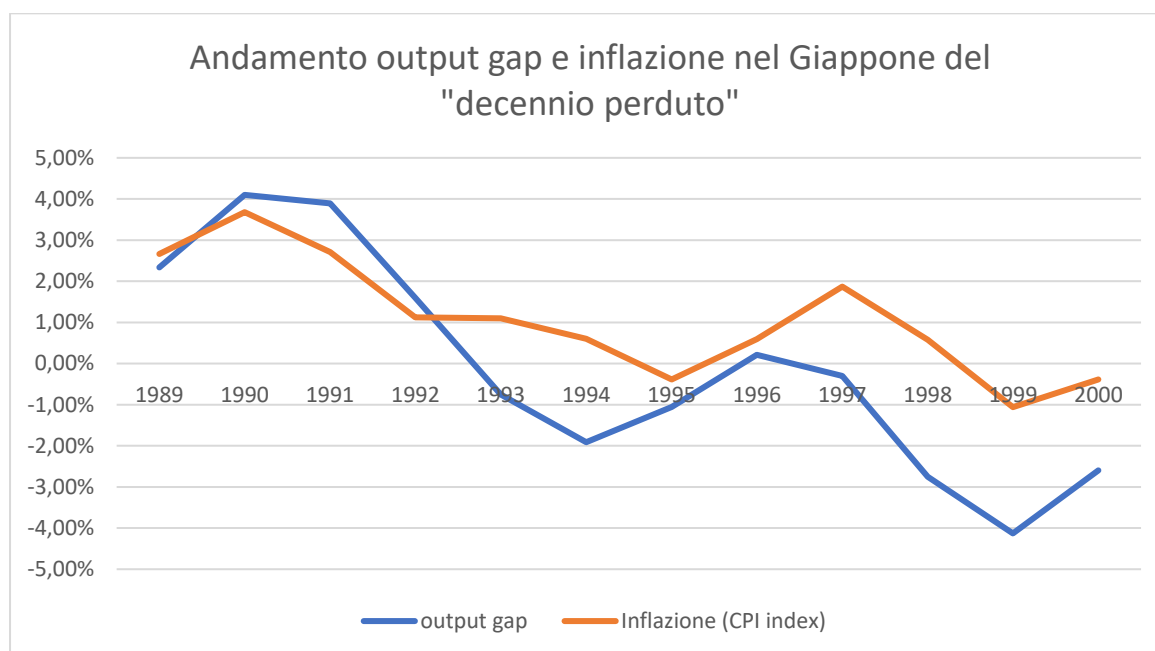


Figura 7¹⁶⁴. Output gap e inflazione durante il “decennio perduto” giapponese

¹⁶¹ La domanda aggregata per definizione equivale alla somma della spesa per consumi dei privati, spesa per consumi del Governo e spesa per investimenti delle aziende.

¹⁶² i.e. quando cioè si determina un output gap positivo.

¹⁶³ Quando si ha invece un output gap negativo accade di solito il contrario.

¹⁶⁴ Fonte: Rielaborazione personale di dati tratti da <http://stats.oecd.org/> e “inflation.eu”. <http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/giappone/inflazione-storica/>

1.8 Conclusioni di fine capitolo

Lo scopo del capitolo è stato quello di delineare le varie opzioni di politica monetaria e di mettere a fuoco le criticità, i dilemmi e le scelte che i policy maker si trovano ad affrontare nell'implementazione delle politiche monetarie. La trattazione del pensiero neokeynesiano e neoliberista, con particolare enfasi alla corrente monetarista, è funzionale alla comprensione di quali siano le idee di fondo alla base delle odierne politiche monetarie (ed economiche in generale). Spesso, come si evidenzierà successivamente per Giappone e Unione Europea, l'approccio alla politica monetaria è di tipo pragmatico, ovvero di sintesi degli aspetti neokeynesiani e neoliberisti ritenuti maggiormente efficaci nel perseguire gli obiettivi dichiarati¹⁶⁵. La sola analisi delle due principali scuole di pensiero economico non è però sufficiente a capire e a spiegare esaurientemente i motivi e i vincoli dietro le scelte di politica monetaria. Di conseguenza si è reso necessario indagare le caratteristiche tecniche e legali, il ruolo, le strategie e i dilemmi che deve affrontare l'Autorità preposta alla implementazione della politica monetaria: la Banca Centrale. Nonostante le Banche Centrali abbiano formalmente conseguito l'indipendenza rispetto alle Autorità governative dei rispettivi Paesi, sovente i Governi esercitano influenze e pressioni notevoli che *de facto* plasmano modalità di attuazione e tempistiche delle politiche monetarie. Questo vale anche per Giappone e Unione Europea e verrà evidenziato nei capitoli successivi. Tratteggiato il profilo dell'Autorità monetaria, si è proceduto a presentarne gli strumenti, ovvero le diverse tipologie di politiche monetarie convenzionali e non convenzionali. Le prime prevedono generalmente la manipolazione del tasso di policy al fine di raggiungere un obiettivo che può assumere un valore numerico ben preciso, come ad esempio un tasso di inflazione target, oppure limitarsi a parametri più generali, come il mantenimento della stabilità dei prezzi, senza un valore numerico di riferimento. Le politiche monetarie non convenzionali invece utilizzano altre modalità, quali principalmente l'acquisto di titoli di Stato o di altri asset tramite operazioni di rifinanziamento, in cui la liquidità fornita proviene dalle riserve della Banca Centrale, oppure creando liquidità *ex nihilo*; è questo il caso del "Quantitative easing". Gli obiettivi sono gli stessi delle politiche monetarie convenzionali, cambia la modalità con cui essi vengono perseguiti; e ciò è dettato dal fatto che spesso in questi casi è il settore finanziario a trovarsi in difficoltà e ad aver bisogno dell'intervento della Banca Centrale. I mercati finanziari, tuttavia, rappresentano solamente uno dei canali attraverso cui si esplica l'azione della politica monetaria. L'azione monetaria si trasmette anche tramite i tassi di interesse interbancari e dei mercati finanziari, le aspettative degli attori economici e il tasso di cambio,

¹⁶⁵ Per il pragmatismo adottato dalla BCE si veda Karakas, C. 2015, "The ECB and the financial crisis- Rigid theory vs a pragmatic approach", European Parliamentary Research Service.

andando infine a modificare i livelli di produzione e inflazione tramite lo stimolo della domanda aggregata di breve periodo.

L'analisi della politica monetaria in ogni sua sfaccettatura, dalle idee economiche che la informano, agli attori coinvolti, gli strumenti tecnici e gli obiettivi, fornisce un solido punto di partenza utile a comprendere e a inquadrare le politiche monetarie attuate da Giappone e Unione Europea a partire dal 2013. Per far fronte a elementi di criticità comuni (enunciati nell'introduzione) i due sistemi economici hanno adottato strategie di politica monetaria non convenzionale che presentano significativi elementi di novità soprattutto nell'ambito della comunicazione; pertanto questo aspetto non è ancora stato sufficientemente indagato dalla comunità accademica.

Capitolo secondo

Le fasi di politica monetaria nipponica

2.1. La politica monetaria giapponese durante l'Abenomics

Il capitolo secondo è interamente dedicato all'analisi delle politiche monetarie giapponesi dopo il 2013. Dopo un riassunto cronologico delle varie fasi con i loro obiettivi e caratteristiche, si procederà ad uno studio empirico, attraverso i canali di trasmissione, delle politiche al fine di individuarne l'impatto, gli effetti, ma anche nuovi spunti di riflessione non individuati da altri studi.

Il momento decisivo che segna in Giappone l'avvio di un nuovo modo di fare politica monetaria è sicuramente da ascrivere alla vittoria schiacciante di Abe Shinzō nel dicembre 2012, favorita certamente dal malcontento della popolazione nei confronti del precedente Governo (guidato dal Partito Democratico, il Minshutō). Il neoletto premier lancia un programma di politica economica, chiamato Abenomics, con l'obiettivo di tirar fuori il paese dalla ventennale stagnazione e di rimettere in moto l'economia. L'Abenomics è composto da tre elementi (le "tre frecce"):

- Politica monetaria espansiva con l'obiettivo dichiarato fin da subito di raggiungere un tasso di inflazione stabile al 2%
- Politica fiscale espansiva che, di concerto con la politica monetaria, stimoli investimenti e consumi nel breve periodo. (Anche se successivamente ci sarà un'inversione di rotta e ciò influenzerà anche la politica monetaria)
- Riforme strutturali per rendere stabile la crescita nel lungo periodo. (Secondo molti analisti questo rappresenta l'elemento mai completamente attuato nell'Abenomics)

La politica monetaria svolge un ruolo molto importante in questo contesto di politica economica. L'obiettivo inflazionistico infatti è l'ultimo step di una serie di passaggi che il neoletto Governatore della Banca del Giappone Kuroda Haruiko¹⁶⁶ vuole realizzare. Innanzitutto, bisogna fornire liquidità ad un sistema finanziario in crisi in cui le banche, sia per mancanza di liquidità, che per sfiducia, sono sempre più restie a concedere finanziamenti alle imprese che non riescono conseguentemente a far decollare i propri investimenti e quindi la produzione. Inoltre, vi è anche il grande problema legato al ripristino della credibilità della Banca nei confronti del pubblico. I precedenti governatori avevano sempre dichiarato che la politica monetaria non poteva risolvere i problemi del paese, e questo fattore

¹⁶⁶ Nominato Governatore nel febbraio 2013. "Abe nominates Haruiko Kuroda as next Bank of Japan governor", Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-02-28/abe-nominates-haruhiko-kuroda-as-next-bank-of-japan-governor>

sicuramente ha leso la percezione della Banca quale attore istituzionale di cambiamento¹⁶⁷. Il nuovo corso inaugurato da Kuroda invece si caratterizza fin da subito per la precisione degli obiettivi, delle modalità per raggiungerli e per l'uso di una strategia comunicativa più incisiva, a tratti martellante, per ancorare le aspettative del pubblico ad uno scenario di ripresa economica.

2.1.1. Il lancio del “Quantitative and Qualitative easing”

Il 4 aprile 2013 il “Policy Board” della Banca del Giappone ha approvato l'introduzione di un programma di politica monetaria, volto a raggiungere l'obiettivo del raggiungimento di un tasso di inflazione stabile al 2% (l'indice utilizzato è il “CPI”¹⁶⁸) il prima possibile entro due anni¹⁶⁹. Ciò rappresenta una nuova fase di allentamento monetario, sia quantitativamente che qualitativamente (da qui il nome “Quantitative and Qualitative easing”) che permetterà in due anni di raddoppiare la base monetaria e la quantità di Bond Governativi Giapponesi e di Exchange Trade Funds (ETFs) posseduti dalla Banca. Come strumento di policy non si usa il tasso di interesse overnight, come vorrebbe l'ortodossia di politica monetaria, ma piuttosto il controllo della base monetaria, di modo che essa aumenti di 60-70 trilioni di yen (un trilione equivale a 1000 miliardi). La previsione era che la base monetaria avrebbe raggiunto quota 200 trilioni di yen a fine 2013 e 270 trilioni a fine 2014, mentre i bond governativi avrebbero toccato quota annuale di 50 trilioni di yen così da ridurre i rendimenti e quindi il tasso di interesse, che avrebbe influenzato, abbassandoli, anche tutti i tassi di mercato. Il miglioramento generale delle condizioni di mercato viene perseguito rendendo tutte le tipologie di bond, anche quelli a 40 anni, eleggibili per l'acquisto da parte della Banca del Giappone. La maturity media dei bond nel portafoglio della Banca sarebbe passata da 3 a 7 anni. Le intenzioni della Banca, più volte dichiarate in pubblico¹⁷⁰ erano dunque di continuare con il “Quantitative and Qualitative easing” per tutto il tempo necessario al raggiungimento del 2% di inflazione, operando anche

¹⁶⁷ Il precedente Governatore, Masaaki Shirakawa, aveva dichiarato ad esempio che la politica monetaria da sola non potesse fare alcunchè per il Paese. Si veda “BOJ's Shirakawa: easy policy alone can't fix problems”, Reuters, 2010. <https://www.reuters.com/article/us-imf-shirakawa/bojs-shirakawa-easy-policy-alone-cant-fix-problems-idUSTRE69917320101010>

¹⁶⁸ Consumer price index, indice utilizzato usualmente per misurare variazioni del tasso di inflazione.

¹⁶⁹ “Introduction of the “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, Bank of Japan, 2013.

¹⁷⁰ Kuroda, H. 2013, “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, discorso tenuto presso la Yomiuri International Economic Society, Tokyo.

aggiustamenti appropriati se ritenuto necessario¹⁷¹. Il messaggio lanciato agli attori economici era dunque forte, preciso e vincolante e si inserisce a pieno titolo in quelle pratiche di “forward guidance” caratterizzanti l’attuale modo di fare politica monetaria¹⁷². Il “Quantitative and Qualitative easing” infatti, secondo Kuroda, avrebbe operato non solo attraverso canali quali i tassi di interesse a lungo termine e i prezzi degli asset, ma avrebbe cambiato drasticamente le aspettative dei mercati e degli attori economici, innalzando le aspettative di inflazione e portando il Giappone fuori dal quindicinale periodo di deflazione. Come si può vedere dai due grafici seguenti, l’“effetto annuncio” sui mercati è stato molto forte ed ha contribuito a far registrare una *performance* notevole nel mese di aprile, i.e. il mese di lancio del programma.

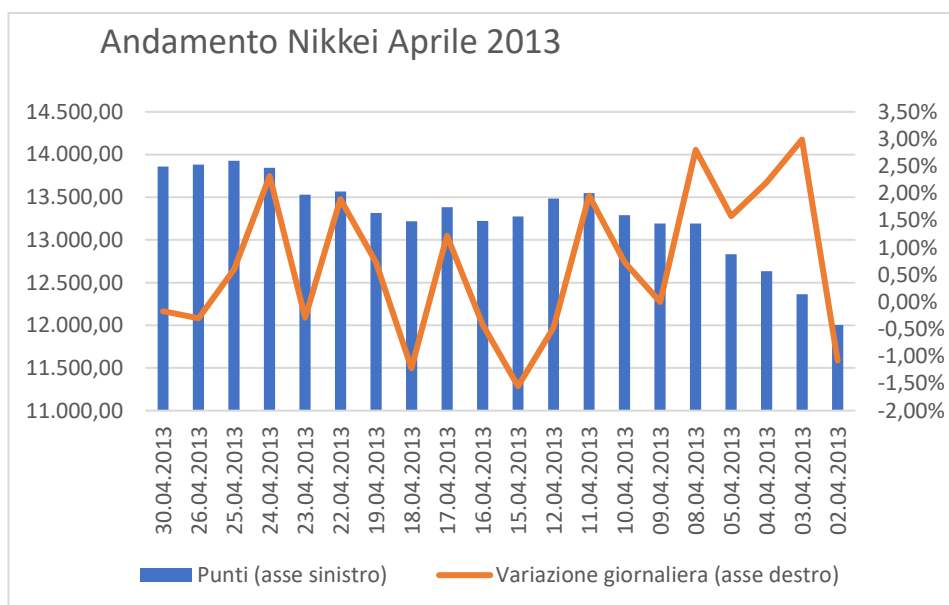


Figura 8¹⁷³- Andamento indice Nikkei, aprile 2013

¹⁷¹ 「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続する。」. La frase giapponese usata da Kuroda si traduce con “Il Quantitative and Qualitative easing aspira a realizzare l’obiettivo della stabilità dei prezzi al 2%, e pertanto si continueranno ad attuare tutte le misure necessarie affinché ciò avvenga in maniera stabile”.

¹⁷² Si veda 1.4.

¹⁷³Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Investing”. <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

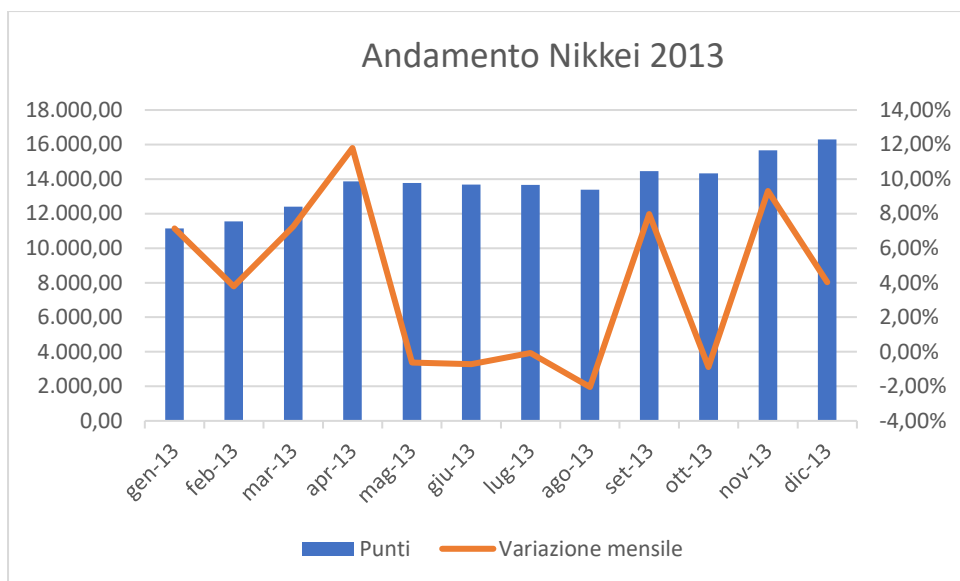


Figura 9¹⁷⁴- Andamento annuale indice Nikkei, 2013

Un anno e mezzo dopo, il 31 ottobre 2014, la Banca del Giappone decide di espandere ulteriormente il “Quantitative and Qualitative easing”¹⁷⁵. L’espansione prevede un ulteriore incremento della base monetaria pari a 80 trilioni di yen annuali (circa 10-20 trilioni di yen in più rispetto all’anno precedente) e dei bond governativi giapponesi pari a 80 trilioni di yen annuali (30 trilioni in più rispetto all’anno precedente) con l’obiettivo di spingere verso il basso i tassi di interesse lungo tutta la curva dei rendimenti. Conseguentemente, la maturity media dei bond acquistati dalla Banca sarebbe aumentata ulteriormente, passando da 7 a 10 anni. Questa espansione del pacchetto monetario avveniva in risposta all’aumento dell’imposta sui consumi, dal 5% all’8%¹⁷⁶, e al declino del prezzo del petrolio che esercitavano pressioni al ribasso sull’inflazione. Questi due fattori, esogeni rispetto alla politica monetaria, rischiavano di convogliare le aspettative del pubblico verso uno scenario deflazionistico. Anche in questo caso il messaggio formale dell’Autorità monetaria è forte e risoluto, e le espressioni usate sono le stesse dell’anno precedente¹⁷⁷. Anzi, in un discorso tenuto subito dopo il lancio dell’espansione monetaria al Kisaragi-kai meeting il 5 novembre 2014, Kuroda afferma che il raggiungimento dell’obiettivo inflazionistico è funzionale a mettere in moto un circolo virtuoso nel mercato del lavoro costituito da aumento della produttività, degli investimenti e dell’impiego¹⁷⁸.

¹⁷⁴ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Investing”. <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

¹⁷⁵ “Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, Bank of Japan, 2014.

¹⁷⁶ In vigore dal 1° aprile 2014.

¹⁷⁷ Si veda nota 161.

¹⁷⁸ Kuroda, H. 2014, “Ensuring Achievement of the Price Stability Target of 2 Percent”, discorso tenuto in occasione del Kisaragi-kai Meeting a Tokyo.

Tuttavia, il Governatore fa comunque notare come già dopo il primo anno e mezzo di politica monetaria le imprese abbiano accresciuto profitti e il livello di disoccupazione sia sceso al 3,5%. La nuova iniziativa della Banca ha riscosso apprezzamenti dai mercati, sia nel giorno dell'annuncio, il 31 ottobre, sia durante tutto il mese successivo, facendo volare il Nikkei al 6% rispetto al mese di ottobre.

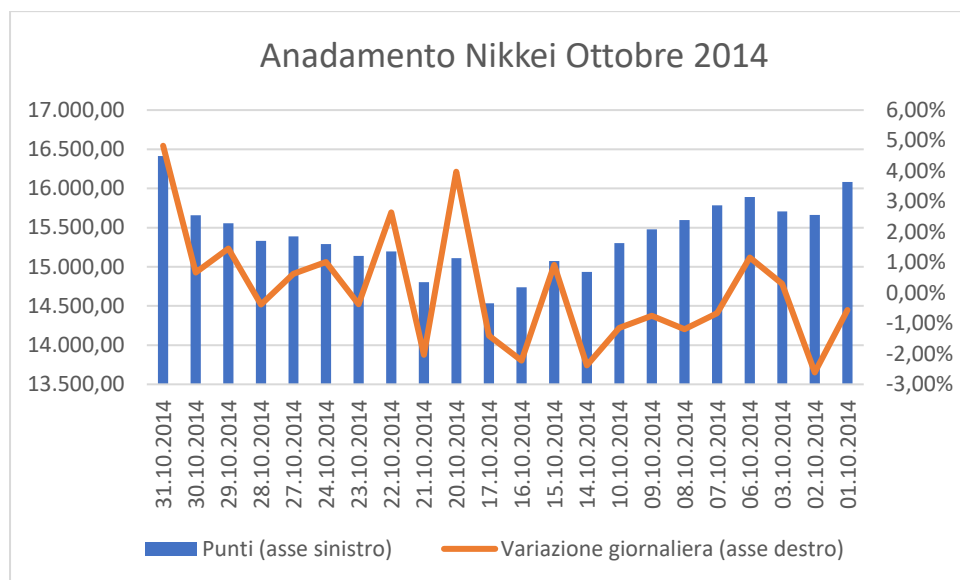


Figura 10¹⁷⁹- Andamento indice Nikkei, ottobre 2014

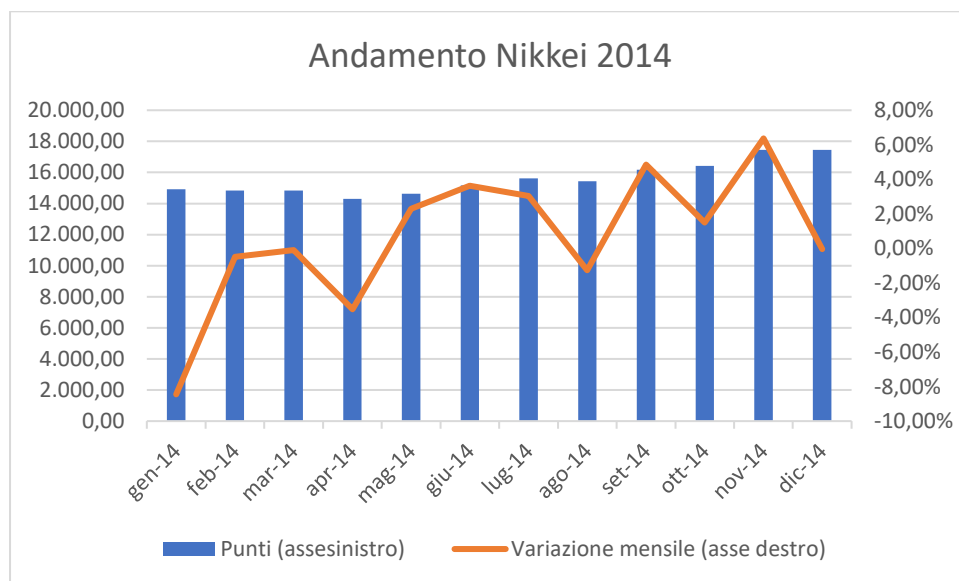


Figura 11¹⁸⁰- Andamento annuale indice Nikkei, 2014

¹⁷⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Investing”. <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

¹⁸⁰ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Investing”. <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

2.1.2 La politica dei tassi di interesse negativi

Il 29 gennaio 2016 la Banca del Giappone decide di introdurre tassi di interesse negativi all'interno della propria politica di "Quantitative and Qualitative easing", per raggiungere l'obiettivo, ancora lontano, di un tasso di inflazione stabile al 2%¹⁸¹. Vengono pertanto applicati tassi di interesse negativi del -0,1 % sui depositi che le istituzioni finanziarie detengono presso la Banca, al fine di indurle a concedere credito con più facilità, problema di cui si è dibattuto ampiamente nell'introduzione¹⁸². Le condizioni Quantitative rimangono le stesse dell'espansione precedente; qualitativamente aumenta ancora la maturity media dei Bond acquistati, da 7 a 12 anni, indice di una volontà sempre più orientata al miglioramento delle condizioni di tutte le tipologie di mercati finanziari. La Banca inoltre si propone di aumentare la quota di titoli acquistati da aziende nipponiche che investono attivamente in capitale fisico e umano. Questa nuova politica giunge in risposta non solo al problema della liquidità in eccesso trattenuta dalle istituzioni finanziarie ed esclusa quindi dal circuito dell'economia reale, ma anche per contrastare l'ascesa economica sempre più inarrestabile della Cina, la cui concorrenza sta erodendo la performance domestica. In un discorso tenuto il 2 febbraio in occasione del Kisaragi-kai Meeting di Tokyo, Kuroda afferma che la neonata decisione riguardante i tassi negativi nasce dal fatto che, nonostante il mercato del lavoro sia in una situazione di pieno impiego e i profitti abbiano raggiunto livelli storici, il livello aggregato di spesa in termini di stipendi e investimenti fissi sia rimasto debole. Rimangono infatti alcuni settori dell'economia in cui permane ancora una "mentalità deflattiva", espressione assai presente nei discorsi e nei comunicati del Governatore della Banca del Giappone, che rende gli attori coinvolti scarsamente pronti a spendere¹⁸³.

La nuova misura di politica monetaria produce un "effetto annuncio" notevole, con l'indice Nikkei che tocca quota 2,8%. Tuttavia, l'effetto è puramente temporaneo, e non serve ad evitare un bimestre (gennaio e febbraio) disastroso. La performance negativa è imputabile ad altri fattori esogeni, ma che si interconnettono con le decisioni nipponiche in materia di politica monetaria. La politica dei tassi negativi infatti è stata concepita anche per contrastare la svalutazione competitiva dello yuan, la moneta cinese, cercando quindi la svalutazione dello yen. Il problema sta nel fatto che lo yen è da sempre considerato un bene di rifugio, pertanto non appena gli investitori internazionali hanno avuto

¹⁸¹ "Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate", Bank of Japan, 2016.

¹⁸² Si veda l'introduzione e in particolare 金子 貞吉 (Sadayoshi Kaneko, 2016), 矢尾板 俊 平 (Shumpei Yaoita, 2016) 井上 裕行 (Iroyuki Inoue, 2016).

¹⁸³ Kuroda, H. 2016, "Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate", discorso tenuto al Kisaragi-kai Meeting di Tokyo.

coscienza del disegno di svalutazione dello yen, si sono precipitati a comprarlo, ridando così forza alla valuta giapponese, mandando a zero gli interessi sui titoli decennali e facendo sprofondare il Nikkei¹⁸⁴.

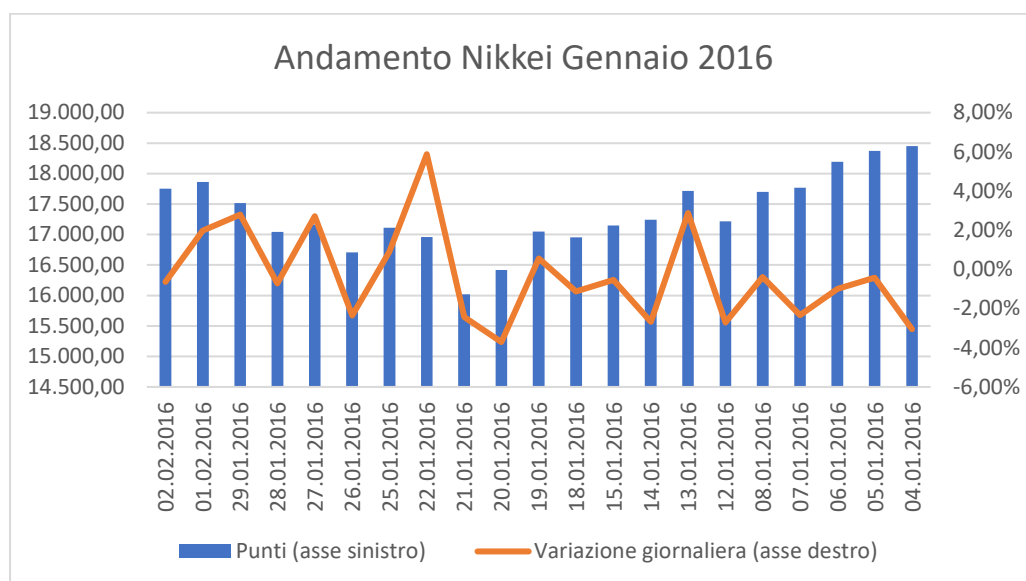


Figura 12¹⁸⁵- Andamento indice Nikkei, gennaio 2016

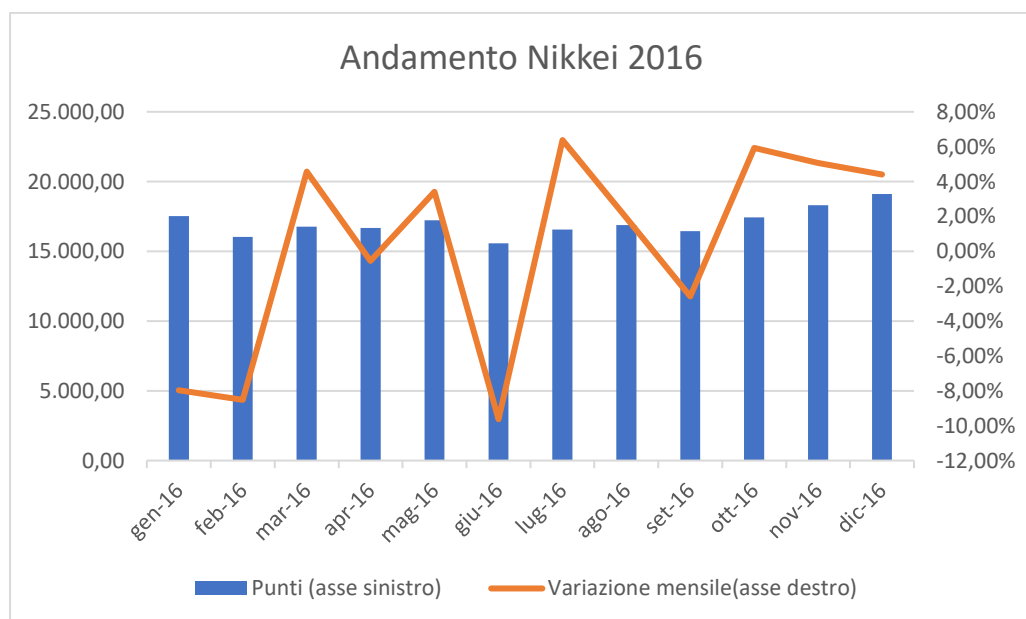


Figura 13¹⁸⁶- Andamento annuale indice Nikkei, 2016

¹⁸⁴“Indice Nikkei: il fallimento dell’Abenomics”, Italia Salva, 2016. <https://www.italiasalva.it/2016/02/indice-nikkei-nessun-rendimento-nonostante-labenomics.html>

¹⁸⁵ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Investing”. <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

¹⁸⁶ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Investing”. <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

2.1.3 Il controllo della curva dei rendimenti

A nemmeno un anno di distanza dall'introduzione dei tassi negativi, la Banca del Giappone decide, il 21 settembre 2016, di aggiungere un ulteriore elemento di rinforzo all'espansione monetaria, il controllo della curva dei rendimenti, con gli obiettivi di controllare i tassi di interesse a breve e a lungo periodo e di impegnarsi al superamento stabile del 2% di inflazione, soglia che peraltro, come si vedrà, è stata raggiunta solamente per un breve periodo¹⁸⁷. Quest'ultimo obiettivo, per quanto possa apparire ancora ben lontano dall'essere realizzato, rientra in quella concezione, analizzata e discussa nel capitolo primo, di "forward guidance" e di limpidezza sulla condotta dell'Autorità monetaria affinché il pubblico si formi delle aspettative in linea con la volontà del policy maker. Nelle previsioni della Banca l'incremento della base monetaria potrebbe subire delle fluttuazioni a causa delle operazioni di mercato per controllare la curva dei rendimenti. Si prevede un aumento della base monetaria superiore al 100% (circa 500 trilioni di yen) rispetto al PIL in un anno; una cifra molto alta se paragonata al 20% di Stati Uniti ed Europa. L'enorme ammontare di liquidità ad alto potenziale iniettata dovrebbe andare ad agire sulle aspettative inflattive del pubblico, andando a contrastare le aspettative deflative formatesi secondo Kuroda principalmente a causa di un pronunciato declino dei prezzi del petrolio¹⁸⁸. Per quanto riguarda i tassi a breve, la Banca del Giappone applica un tasso del -0,1% su tutti i depositi detenuti dalle istituzioni finanziarie, mentre per i tassi di interesse a lungo termine la Banca si propone di acquistare un certo valore target di Bond governativi a 10 anni cosicché il loro rendimento rimanga più o meno allo 0%, tenendo sempre fissato a quota 80 trilioni di yen l'incremento annuale di bond in proprio possesso. L' "effetto annuncio" anche in questo caso è particolarmente forte, segno comunque di efficacia comunicativa e di una chiara percezione da parte degli attori economici della direzione intrapresa dalla Banca del Giappone.

¹⁸⁷ "New Framework for Strengthening Monetary Easing: Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control", Bank of Japan, 2016.

¹⁸⁸ Ibid.

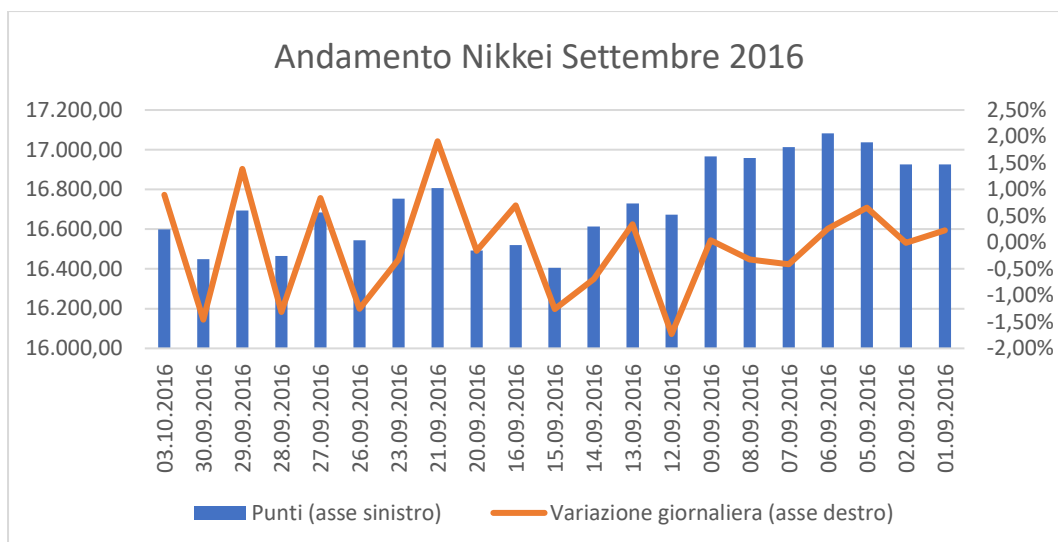


Figura 14¹⁸⁹- Andamento indice Nikkei, settembre 2016

2.1.4 Gli ultimi sviluppi: la riconferma di Kuroda e la nomina dei nuovi vicegovernatori

A febbraio 2018 Kuroda, il cui mandato sarebbe scaduto ad aprile, è stato rinominato Governatore della Banca del Giappone, diventando il Governatore più longevo degli ultimi cinquant'anni, segno della continua fiducia accordatagli dal Governo Abe. Inoltre, per la carica di vicegovernatori sono state compiute altre due scelte significative¹⁹⁰. Una riguarda la scelta di Masayoshi Amamiya, già direttore esecutivo della Banca del Giappone, e quindi abituato ed allineato alle politiche monetarie implementate sotto Kuroda. L'altro posto come vicegovernatore è stato assegnato a Masazumi Wakatabe, accademico dell'Università di Waseda e strenuo avvocato di ulteriori espansioni monetarie, di marca ancora più aggressiva rispetto a quelle attuate sinora. Il messaggio lanciato ai mercati appare dunque chiaro: sia Governo che Banca Centrale continueranno nella direzione di politiche economiche espansive; e anzi la nomina di Wakatabe non appare casuale, ma sembra piuttosto una mossa voluta e calcolata per dissuadere lo stesso Kuroda da eventuali politiche di uscita dallo stimolo monetario. Quest'ultimo scenario è stato proposto da diversi analisti preoccupati dal crescente indebitamento del Governo nipponico.

¹⁸⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su "Investing". <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

¹⁹⁰ 『政府、黒田日銀総裁の再任案を国会提示 副総裁候補に雨宮氏と若田部氏』, articolo apparso su Reuters Japan in data 16 febbraio 2018. <https://jp.reuters.com/article/boj-kuroda-appointment-idJPKCN1G0079>

Proprio durante la seduta della Dieta in data 23 marzo 2018, Wakatabe ha affermato che i prezzi al consumo non stanno crescendo al ritmo desiderato e che pertanto la Banca Centrale dovrebbe incrementare ulteriormente lo stimolo monetario¹⁹¹. A febbraio il CPI core¹⁹² è aumentato solamente dello 0,5%, una misura ben al di sotto della media degli altri paesi ad economia avanzata. Secondo Wakatabe questa situazione è indice del fatto che le aspettative del pubblico nei confronti di un'inflazione stabile intorno al 2% sono ancora tiepide.

Tuttavia, la domanda da porsi è se effettivamente, e con quali modalità, un ulteriore stimolo monetario possa risultare efficace, o se piuttosto nell'economia nipponica non siano presenti delle frizioni sulle quali la politica monetaria è impotente. L'analisi dei canali di trasmissione della politica monetaria giapponese degli ultimi cinque anni cercherà di chiarire questo ultimo punto.

2.2 I meccanismi di trasmissione della politica monetaria giapponese

Data la natura non convenzionale delle politiche monetarie adottate dal Giappone a partire dal 2013, particolare enfasi nell'analisi verrà data alla quantità di base monetaria e a come la sua crescita abbia svolto un importante ruolo di influenza sui tassi applicati dal settore bancario. Con il “Quantitative and Qualitative easing” la Banca del Giappone ha iniziato ad impegnarsi attivamente nell'acquisto di bond governativi; verrà pertanto analizzata la quantità di bond acquistata e la loro composizione nel portafoglio della Banca del Giappone. I bond governativi non rappresentano l'unica tipologia di asset acquistata con le nuove politiche dall'Autorità monetaria. Si rende necessario quindi esaminare su quali fronti dei mercati finanziari e con quali obiettivi la Banca del Giappone abbia operato al fine di comprenderne meglio il ruolo di stabilizzatore dei mercati finanziari. Maggiore liquidità nel sistema implica teoricamente una svalutazione competitiva della valuta nazionale e di conseguenza un aumento, o almeno un trend positivo nelle esportazioni. Alla luce di queste considerazioni teoriche si verificherà se ciò sia avvenuto o meno in Giappone. Le aspettative, come sottolineato a più riprese nel capitolo primo, sono di estrema importanza per la trasmissione degli effetti delle politiche monetarie sull'economia, e devono essere interpretate al meglio dagli stessi policymaker, pena una cattiva implementazione delle politiche pianificate. Nel caso nipponico si analizzeranno le aspettative che le grandi, medie e piccole imprese si sono formate riguardanti sia il livello dei prezzi, sia il loro andamento individuale in termini di vendite, profitti e investimenti. L'impatto sulle aspettative

¹⁹¹“BOJ deputy governor seeks stronger policy to drive inflation as price gains remain tepid”, The Japan Times, 2018. <https://www.japantimes.co.jp/news/2018/03/23/business/economy-business/boj-deputy-governor-seeks-stronger-policy-drive-inflation-price-gains-remain-tepid/#.WtHIO4hubIW>

¹⁹² Calcolato escludendo le voci “fresh food” e “energy”.

influenza il comportamento degli attori economici e si riflettono anche sull'andamento concreto di domanda aggregata e inflazione. L'analisi dei trend di queste due ultime variabili permetterà di stabilire il livello di successo delle politiche monetarie nipponiche, e offrirà qualche spunto su eventuali motivi di frizione nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

2.2.1 L'impatto sui tassi interbancari e dei mercati finanziari

L'analisi del primo canale di trasmissione prende in considerazione l'evoluzione quantitativa della base monetaria¹⁹³ oltre al tradizionale tasso di policy. La ragione, spiegata nei paragrafi precedenti, è che la base monetaria è stata adottata come principale strumento di policy del “Quantitative and Qualitative easing” dal 2013 al 2016, mentre il tasso di policy è ritornato ad essere adottato come strumento di politica monetaria a partire dal 29 gennaio 2016, quando è stato portato sotto lo zero. Le previsioni di crescita della base monetaria sono state realizzate nel primo biennio, e anzi superate raggiungendo quota 275 trilioni a fine 2014 contro i 270 previsti. Gli anni successivi vedono un incremento costante di 80 trilioni, fino al 2018 che ha visto un incremento di soli 20 trilioni, frutto sicuramente della maggior attenzione delle ultime politiche al controllo delle curve dei rendimenti e dei tassi piuttosto che alla base monetaria di per sé. Il 2014 registra il più alto tasso di crescita annuo, 51%, come conseguenza delle risorse massicce impiegate nel “Quantitative and Qualitative Easing”; nondimeno anche in tutti gli anni successivi si ha un incremento sempre positivo a due cifre, anche se a tassi di crescita annuali via via decrescenti. Da notare è l'incremento complessivo che subisce la base monetaria che in sei anni passa da 118 trilioni a 477, un valore che è quasi il quadruplo e soprattutto riflette il grande sforzo compiuto in termini di immissione di liquidità da parte della Banca del Giappone.

¹⁹³ Definita in 1.7.1.

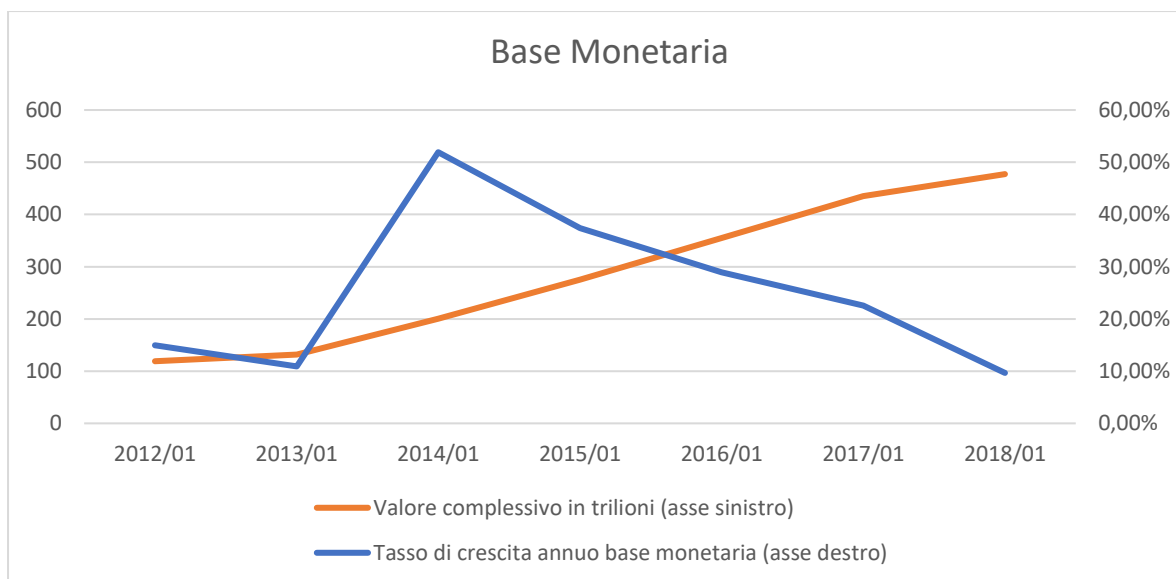


Figura 15¹⁹⁴- Base monetaria

L'incremento di base monetaria, unito poi agli effetti di un tasso di policy negativo a partire dal 2016, esercita una pressione verso il basso dei tassi sui prestiti e sui depositi che, seppur con qualche leggera fluttuazione nel caso dei depositi, tendono comunque a diminuire nel corso degli anni¹⁹⁵. Nel caso dei tassi sui prestiti la loro costante diminuzione, che passa da un 1,034% nel 2012 ad uno 0,612% nel 2018 (una diminuzione complessiva di circa il 50%), permette sicuramente di accedere in linea teorica più facilmente al credito.

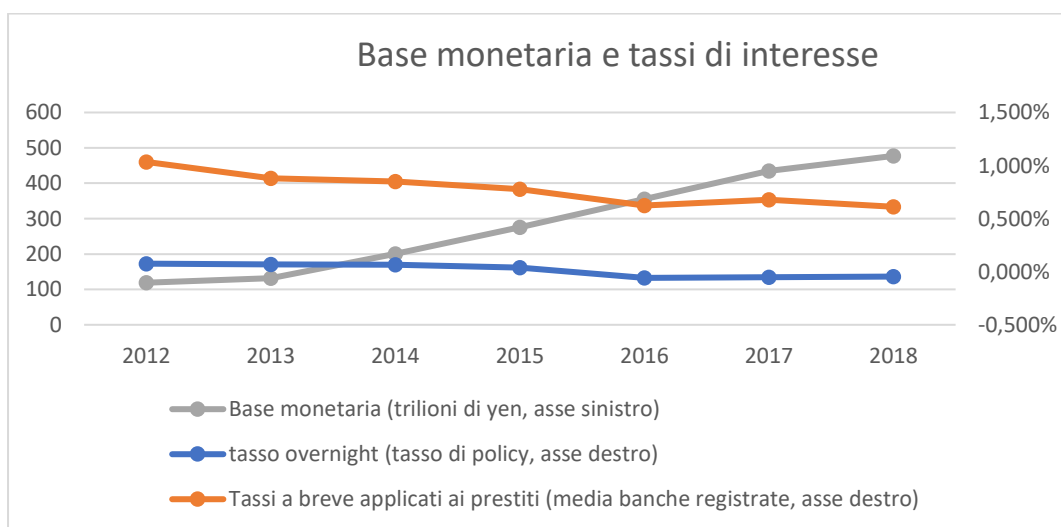


Figura 16¹⁹⁶- Base monetaria e tassi di interesse

¹⁹⁴ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili sul sito della Bank of Japan. <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

¹⁹⁵ I meccanismi di trasmissione sono stati descritti in 1.7.1.

¹⁹⁶ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su "Statistics Japan", <http://www.stat.go.jp/index.html> e <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

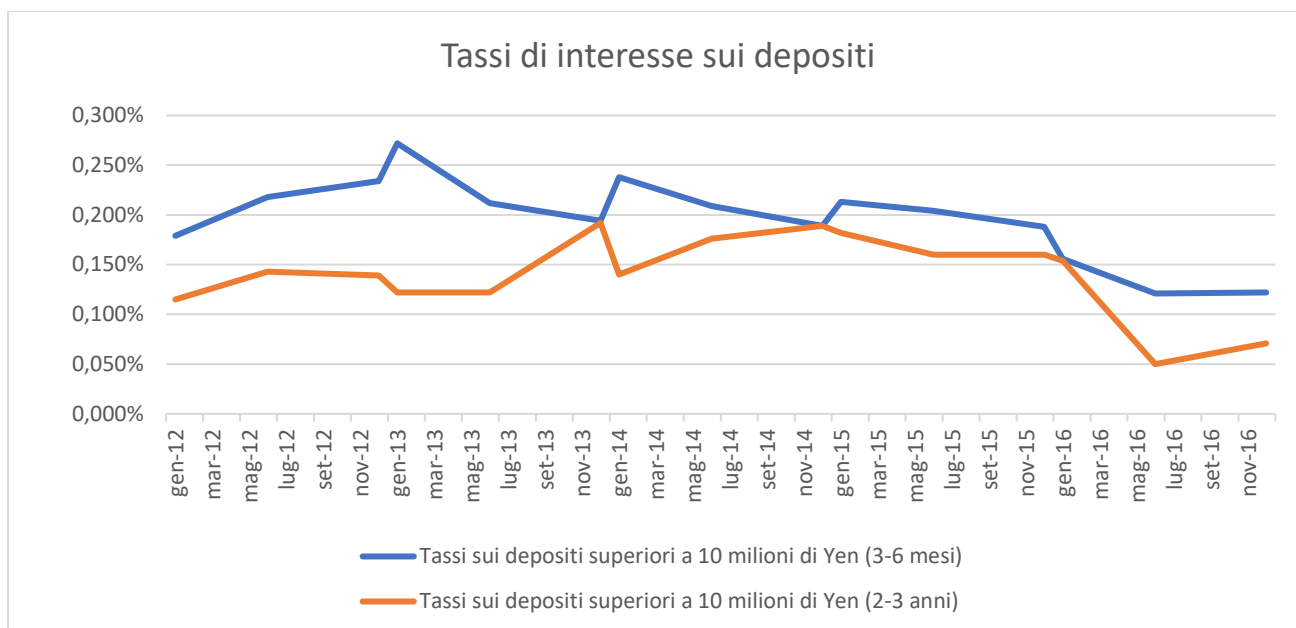


Figura 17¹⁹⁷- Tassi di interesse sui depositi

Probabilmente l’impatto maggiore si ha avuto sul TIBOR¹⁹⁸, il tasso interbancario con il quale le banche giapponesi concludono operazioni di finanziamento tra di loro. La sua riduzione complessiva dell’80% in sei anni riflette bene lo sforzo compiuto dall’Autorità monetaria per rivalizzare e infondere nuove energie all’intero settore bancario, in cronica crisi sin dai tempi dello scoppio della bolla nel 1989. Inoltre, essendo il TIBOR il tasso di riferimento dei mercati finanziari a breve, anche essi risultano essere dei beneficiari importanti delle politiche monetarie operate in questi anni.

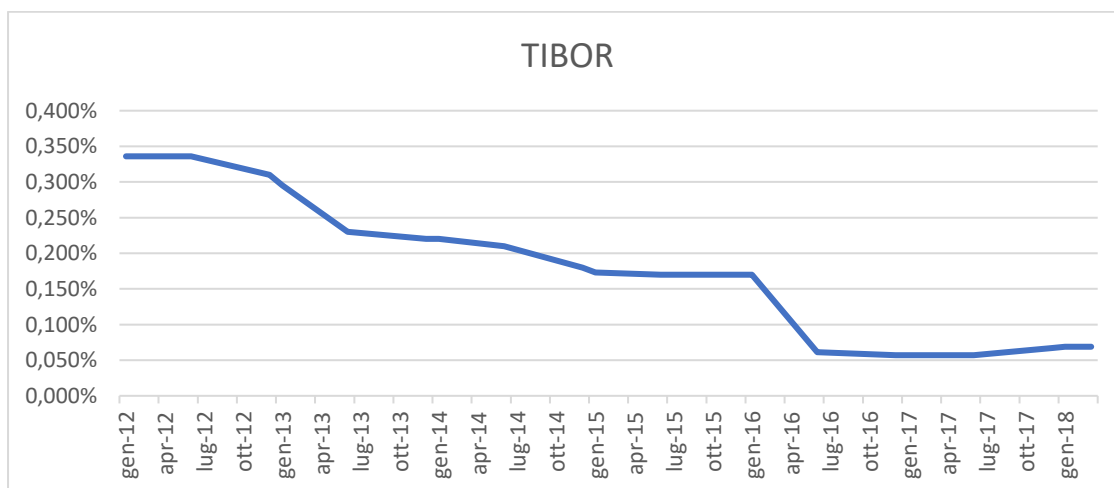


Figura 18¹⁹⁹- TIBOR

¹⁹⁷ Fonte: Rielaborazione di dati presenti su <http://www.stat.go.jp/index.html>

¹⁹⁸ Acronimo che significa “Tokyo Interbank Offered Rate”.

¹⁹⁹ Fonte: Rielaborazione di dati presenti su 全国銀行協会. <https://www.zenginkyo.or.jp/>

2.2.2 L'Impatto sugli asset

Lo stimolo monetario iniziato nell'aprile 2013 si esplica in operazioni massicce di acquisti di bond governativi giapponesi²⁰⁰ da parte della Banca Centrale che si fa così carico dell'ingente debito governativo finanziando al tempo stesso lo Stato, alla maniera keynesiana. La Banca del Giappone passa così dal detenere l'8,33% dei bond governativi nel 2012, alla considerevole cifra del 42,62% che va di pari passo con la sempre crescente emissione di titoli da parte dello Stato. La Banca giunge così a detenere quasi la metà del debito del Paese.

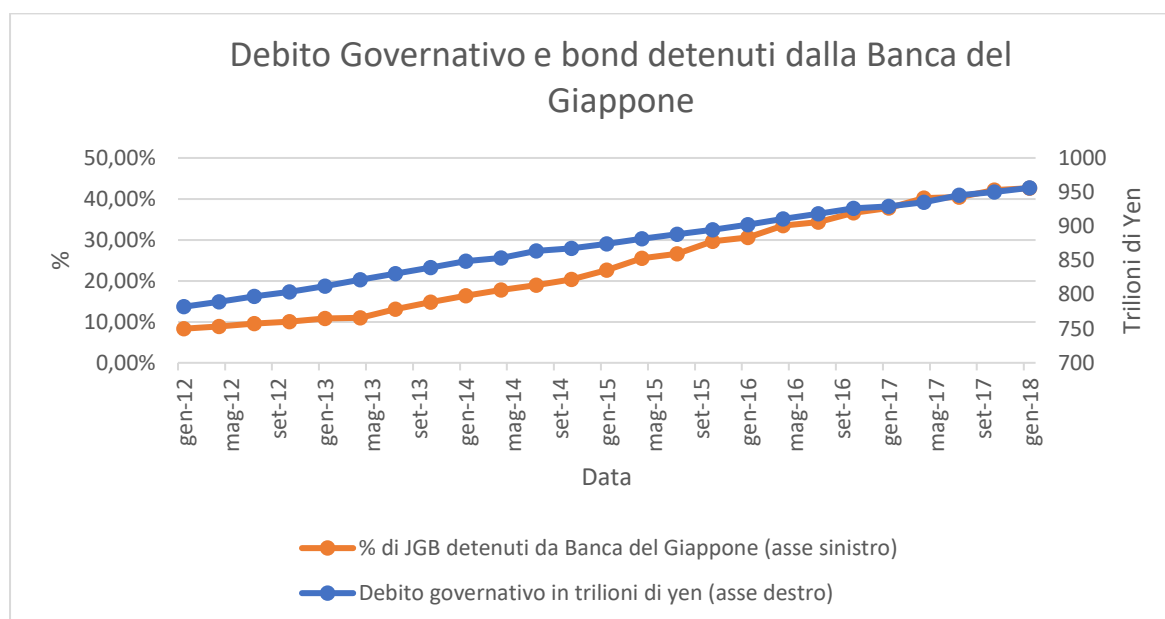


Figura 19²⁰¹- Debito governativo e bond detenuti dalla Banca del Giappone

La composizione dei bond nel portafoglio della Banca del Giappone è altresì rivelatrice delle sue volontà programmatiche. Dall'inizio del nuovo corso di politiche monetarie nel 2013 si nota un incremento dei Bond a 10 e a 5 anni. Da giugno 2013 si iniziano ad acquistare anche bond a 40 anni, e contemporaneamente si assiste ad un aumento della quota di quelli a 30 anni. I bond a 2 anni subiscono un notevole decremento, e quasi si dimezzano, nell'arco del quinquennio di politiche monetarie. Tutto ciò indica l'intenzione dell'Autorità monetaria di andare a influire non solo sui tassi a breve, ma anche su quelli a medio-lungo periodo per assicurare una stabilità di più ampio respiro ai mercati finanziari; finanziando al contempo per periodi più estesi la spesa governativa.

²⁰⁰ Per indicarli nei grafici viene usata la sigla JGB, acronimo di "Japanese Government Bonds".

²⁰¹ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/> e su "Ministry of Finance Japan" <https://www.mof.go.jp/>

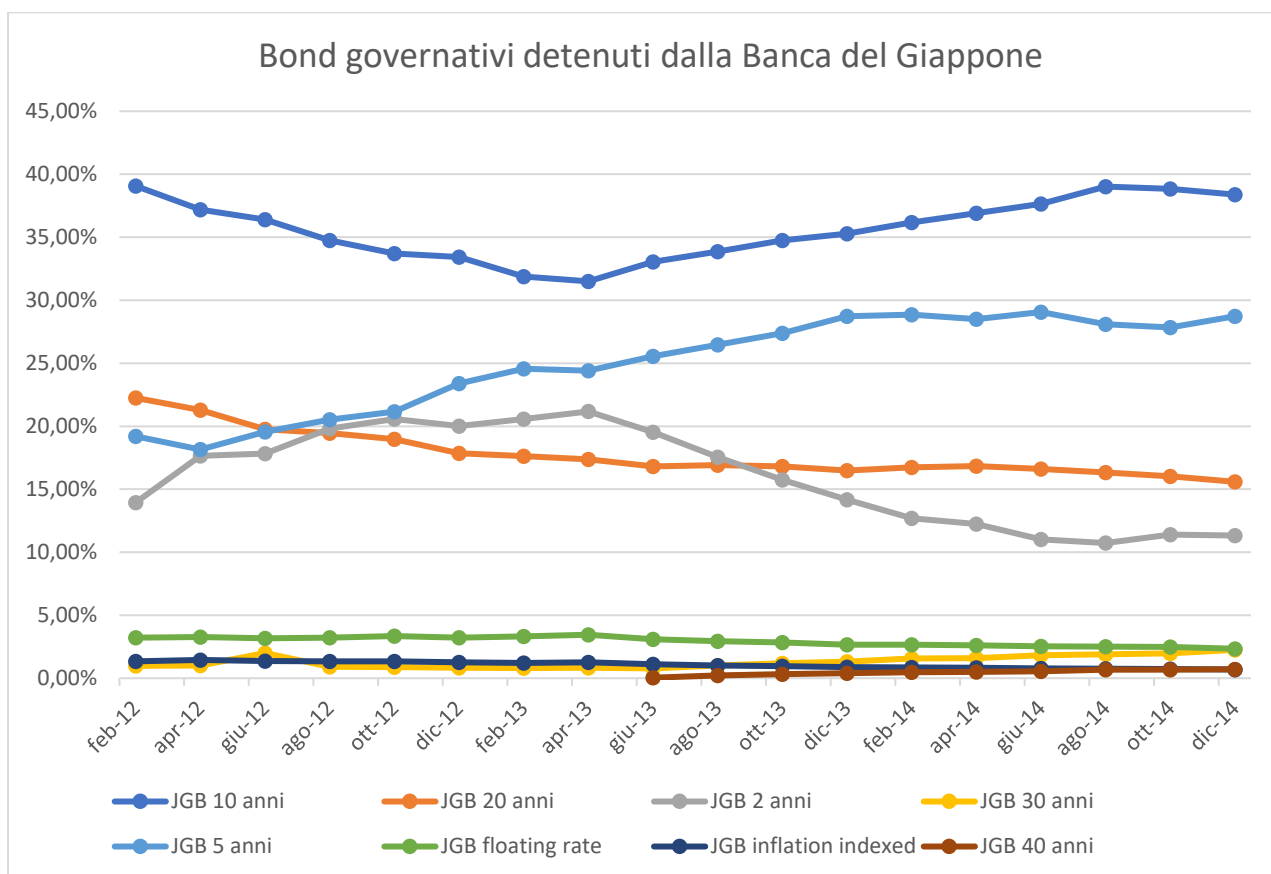


Figura 20²⁰²- Tipologia di bond governativi detenuti dalla Banca del Giappone

L'espansione monetaria esercita un considerevole impatto sui rendimenti dei bond governativi e in particolare sui bond a 10 anni che, poiché sono generalmente considerati il benchmark dei mercati finanziari, dovrebbero a loro volta instaurare un circolo virtuoso di maggior accessibilità al credito (la diminuzione del rendimento permette infatti ad un maggior numero di attori di emettere titoli di debito) che si riversi anche sull'economia reale. E ad una prima analisi questo fenomeno sembra verificarsi se si prendono in considerazione la continua diminuzione del rendimento dei bond a 10 anni²⁰³ con il contestuale aumento annuale degli investimenti in capitale fisso²⁰⁴ di un ammontare pari a circa 12 trilioni di yen in 4 anni.

²⁰² Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

²⁰³ Si veda 2.1.3 per la politica di controllo sulla curva dei rendimenti operata dalla Banca del Giappone.

²⁰⁴ L'indice usato è il "Gross Capital Formation Index" che misura l'aumento in investimenti fisici nel periodo considerato.

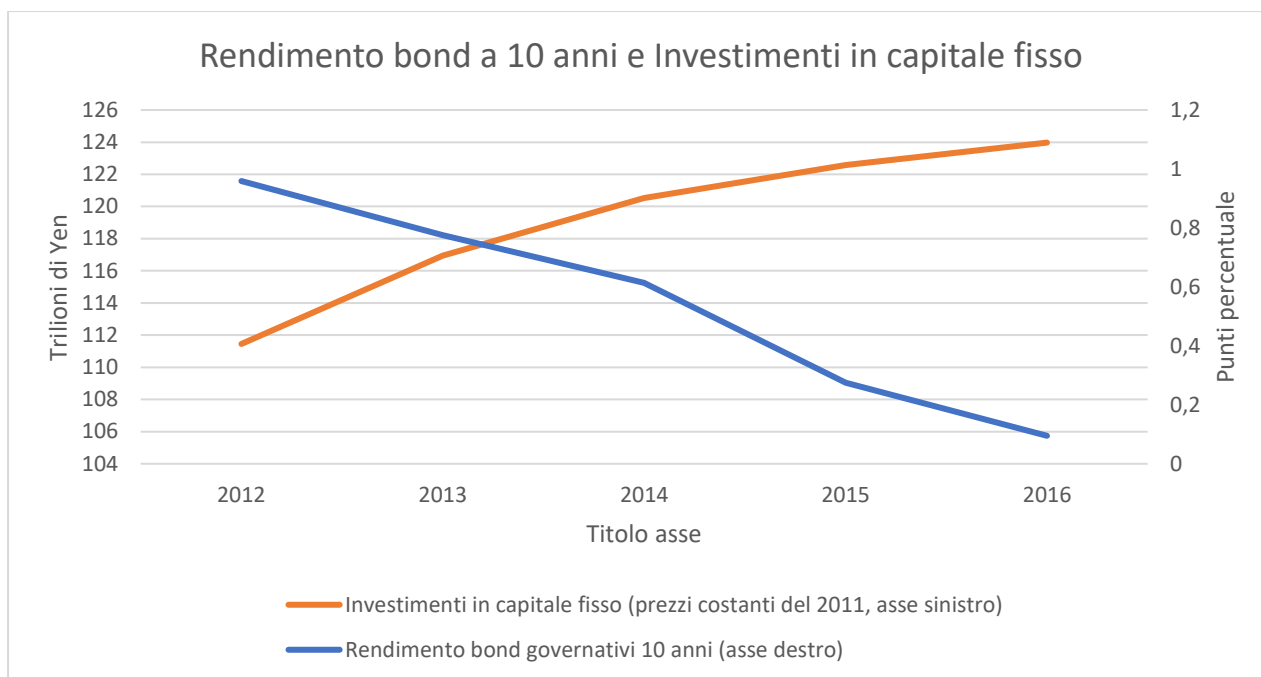


Figura 21²⁰⁵- Rendimento bond a 10 anni e investimenti in capitale fisso

L'azione della Banca del Giappone non si esplica solamente nell'acquisto di Bond governativi, ma anzi è mirata all'acquisto di altre tipologie di asset che possano sostenere l'andamento borsistico ed economico. In particolare, la Banca risulta essere particolarmente attiva sul fronte degli "Exchange Traded Funds"²⁰⁶, il cui andamento si ritiene influenzato direttamente dagli indici di mercato in cui sono quotati. E infatti, il 2016, anno particolarmente duro per la borsa nipponica²⁰⁷, ha visto un notevole incremento di acquisti di "Exchange Trade Funds" da parte della Banca del Giappone²⁰⁸ nel tentativo appunto di sorreggere la caduta della borsa.

²⁰⁵ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/> e su <http://www.stat.go.jp/english/data/nenkan/>

²⁰⁶ "Per ETF si intende generalmente un fondo di investimento contenente all'interno del proprio patrimonio un numero sufficiente di asset tale da replicare nel modo più fedele possibile un benchmark di riferimento. La parola benchmark sta ad indicare un asset finanziario di riferimento, ad esempio un indice, un comparto azionario, un comparto obbligazionario, delle materie prime e così via" - Calicchio, S. 2013, "ETF - GLI EXCHANGE TRADED FUNDS RESI SEMPLICI: La guida introduttiva ai fondi ETF e alle relative strategie di trading e investimento". <http://www.calmail.it/>

²⁰⁷ Si veda 2.1.2 per le ragioni.

²⁰⁸ Da 681 a 1129 miliardi di yen.

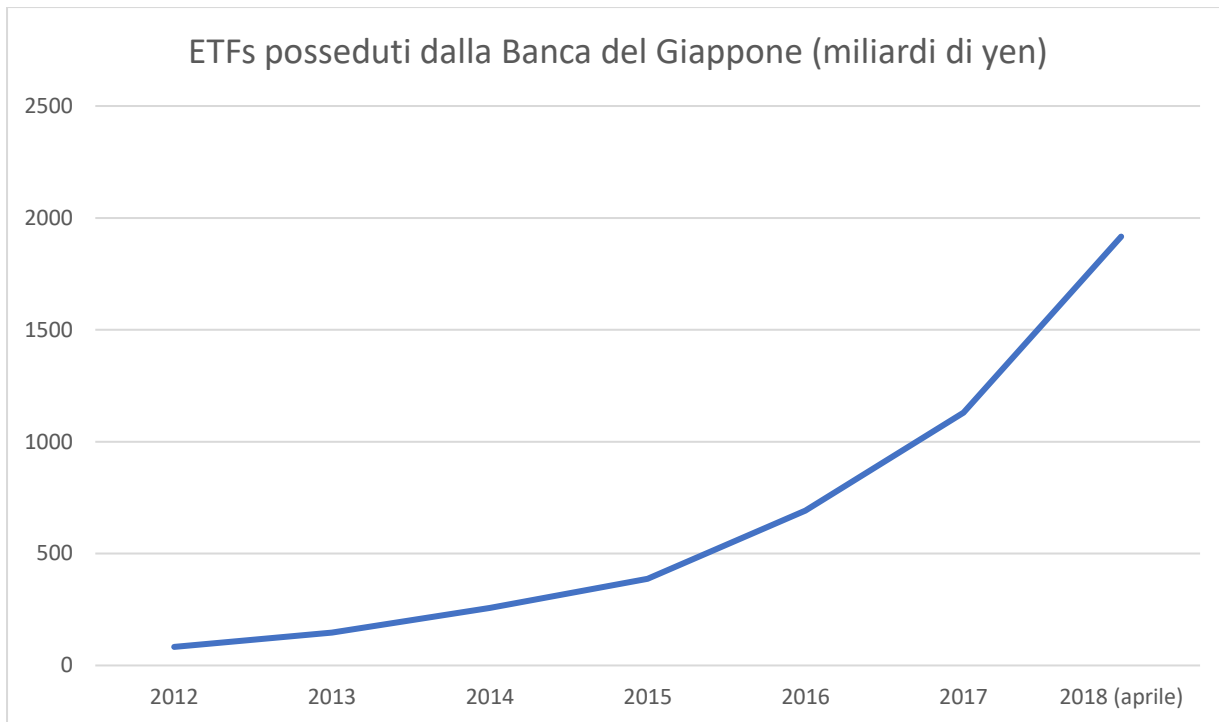


Figura 22²⁰⁹- ETFs posseduti dalla Banca del Giappone

Gli “Exchange Traded Funds” permettono di controllare delle azioni ad essi sottostanti collegate a diverse tipologie di aziende. Pertanto, la Banca del Giappone si ritrova ad oggi a detenere quote anche cospicue di società appartenenti a settori molto diversi tra di loro, dal retail (Family Mart), alla produzione di supporti magnetici e componenti elettronici (TDK). È chiaro quindi che il quinquennio di espansione monetaria non fosse rivolto unicamente ad un generale miglioramento delle condizioni di mercato, ma che prevedesse anche un intervento in prima persona della Banca nel sostegno di alcuni settori dell’economia, seguendo anche sotto questo aspetto il pensiero keynesiano.

²⁰⁹ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

Maggiori quote azionarie della Banca del Giappone (2018)	
Advantest corp	14,3%
Taiyo Yuden Co Ltd	12,8%
Toho Zinc Co Ltd	12,2%
Fast Retailing Co Ltd	12%
TDK Corp	11,8%
Family Mart UNY Holdings Co Ltd	11,3%
Trend Micro Inc/Japan	10,4%
COMSYS Holdings Corp	9,8%
Konami Holdings Corp	9,8%
Nissan Chemical Industries Ltd	9,1%
OKUMA Corp	9,1%
Tokyo Electron Ltd	9%
Nitto Denko Corp	9%
Mitsubishi Logistics Corp	8,7%
Alps Electric Co Ltd	8,4%

Tabella 1²¹⁰. Quote azionarie rilevanti della Banca del Giappone

2.2.3 L'impatto sul tasso di cambio

Le variazioni del tasso di cambio provocate da cambiamenti di politica monetaria sono difficili da quantificare, in quanto esse dipendono da una molteplicità di fattori, sia esogeni che endogeni, tra i quali le aspettative riguardanti i tassi di interesse e l'inflazione sia domestici che esteri. Generalmente, la teoria suggerisce che aumenti dei tassi di interesse provocano apprezzamenti della valuta domestica e, viceversa, diminuzioni dei tassi di interesse causano deprezzamenti della valuta²¹¹. Seppur con diverse fluttuazioni, l'ultimo quinquennio di politiche monetarie ha visto una tendenza alla svalutazione dello yen nei confronti del dollaro; del resto uno yen troppo forte e quindi non competitivo in termini di commercio estero era una delle maggiori preoccupazioni del premier Abe all'inizio del

²¹⁰ Fonte: "SG Research & Analytics" <https://authentication.sgresearch.com/>

²¹¹ Si veda 1.7.3.

suo secondo mandato²¹². Le maggiori spinte verso un apprezzamento della valuta nipponica si sono avute nel 2016. In questo anno la Banca del Giappone con la politica dei tassi negativi ha cercato di svalutare ulteriormente lo yen per tenerlo competitivo nei confronti dello yuan cinese, senonché questa mossa ha attirato un gran numero di investitori esteri, attratti dal fatto che un bene rifugio come lo yen fosse a buon mercato, che hanno ridato forza alla moneta giapponese.

Secondo la teoria economica, il deprezzamento di una valuta nazionale dovrebbe favorire le esportazioni. Tuttavia, in Giappone questo fenomeno non si è verificato; e le esportazioni sia verso gli Stati Uniti (il maggior partner nipponico in termini di esportazioni) sia globali sono crollate dopo il 2012, sprofondando in un quadriennio in cui il tasso di crescita annuo è sempre stato negativo. Solamente a partire dal 2016 si sono avuti i primi segnali di ripresa, con una crescita marcata delle esportazioni globali. Il quadriennio negativo, nonostante bassi tassi di interesse e un tasso di cambio favorevole, suggerisce che potrebbero esserci altre problematiche radicate nel tessuto economico, connesse principalmente alla produttività e al mercato del lavoro.

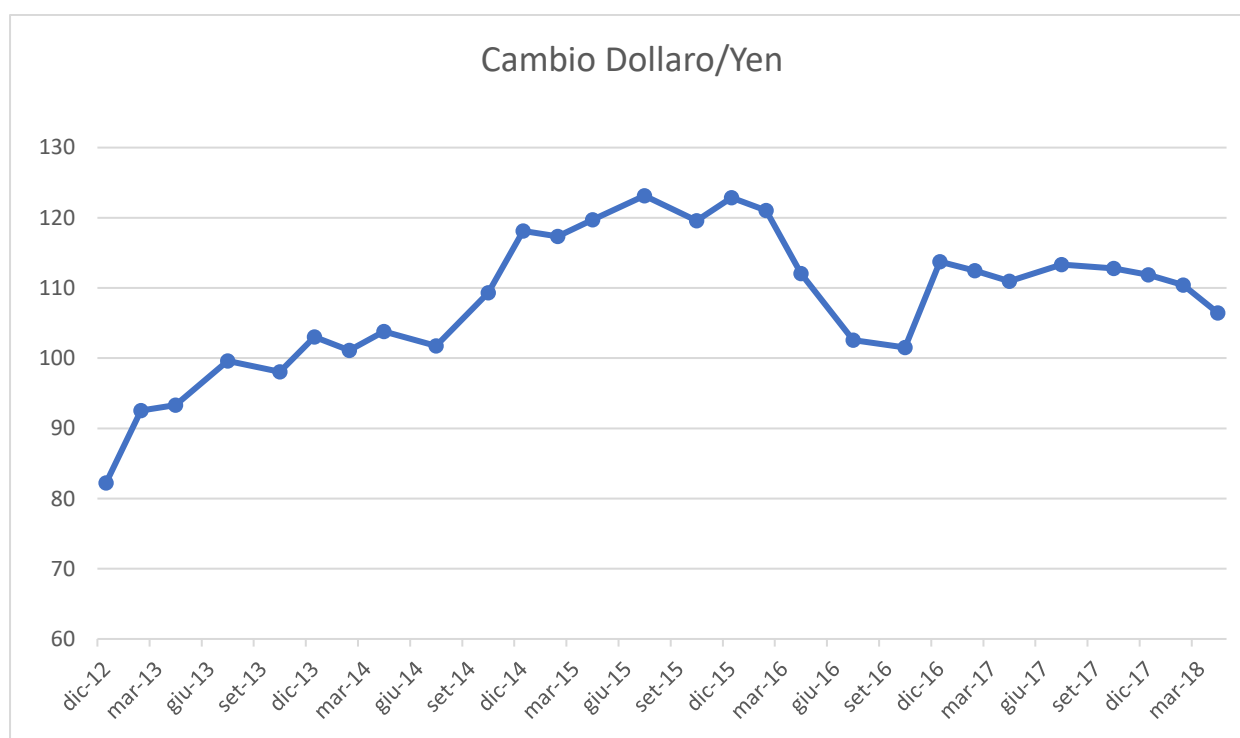


Figura 23²¹³- Tasso di cambio dollaro/yen

²¹²Kel, K. 2018.

²¹³ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su “United States census bureau” <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5880.html>

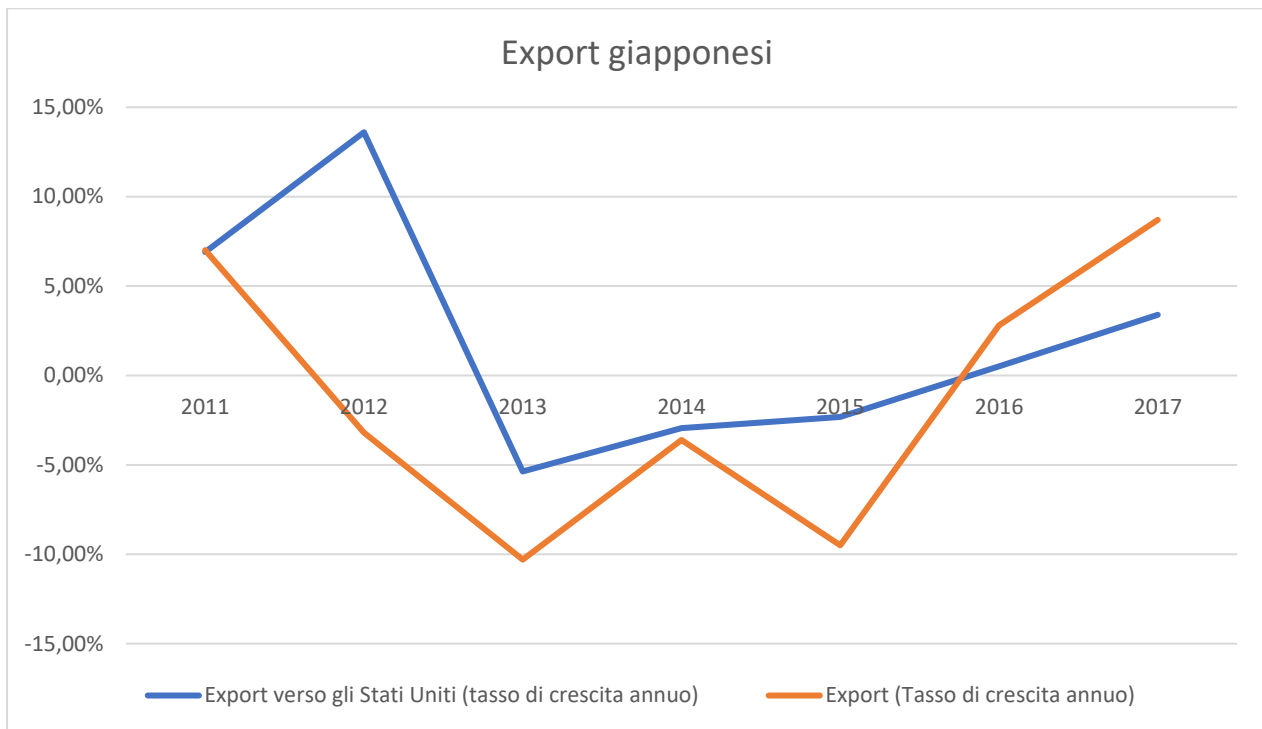


Figura 24²¹⁴- Export giapponesi

2.2.4 L'impatto sulle aspettative

Un modo efficace per valutare le aspettative che si formano gli attori economici riguardo il futuro corso dell'economia è rappresentato dall'analisi dei dati del "tankan". Il "tankan" è un sondaggio condotto ogni tre mesi dalla Banca del Giappone su un campione rappresentativo di imprese classificate per dimensione e tipologia²¹⁵. Le domande poste vertono sulle previsioni delle imprese circa l'andamento economico futuro, sia nazionale che individuale. In questo senso l'Autorità monetaria può farsi un'idea dell'impatto che le sue politiche hanno avuto, o avranno, sugli attori economici.

Per quanto riguarda le aspettative sul cambiamento dei prezzi, per tutto il 2014 una quota consistente di imprese era convinta che essi sarebbero aumentati fino al 2%, obiettivo da sempre posto dalla Banca del Giappone, sia nel breve (1 anno), che nel medio (3 anni), che nel lungo periodo (5 anni), con ovviamente un margine di incertezza maggiore sul lungo periodo. A mano a mano che l'obiettivo inflazionistico del 2% stentava ad essere raggiunto, è aumentata considerevolmente anche la forbice sulle aspettative tra una crescita inflazionistica del 2% o più e una limitata ad un valore compreso tra

²¹⁴ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5880.html>

²¹⁵ Il campione consta di circa 220 000 imprese private con un capitale maggiore di 20 milioni di yen. Da "Statistics", Bank of Japan. <https://www.boj.or.jp/en/statistics/outline/exp/tk/extk03.htm/>

lo 0 e l'1%. Questo trend appare in maniera assai evidente per tutti i periodi temporali, breve, medio e lungo, considerati. La teoria economica suggerisce che le aspettative sull'inflazione futura tendono ad auto avverarsi, perché si rifletteranno nei comportamenti di spesa, risparmio e investimento degli agenti. Pertanto, la moderata crescita inflazionistica nipponica, sempre al di sotto del famigerato valore target del 2% può essere anche spiegata con il livello di aspettative formatesi negli agenti economici nel quinquennio in esame, nonostante l'impegno assunto dalla Banca del Giappone il 21 settembre 2016, con la politica di controllo della curva dei rendimenti, di superare il 2%. Molto probabilmente persistono problemi più profondi nel tessuto economico a livello aziendale che le manovre monetarie non riescono a raggiungere. Un altro dato interessante da rilevare è la bassissima percentuale di aspettative deflattive (“-1% o più basso”) che raggiunge dei picchi comunque sempre sotto il 5% solamente per le aspettative di lungo periodo. Se quindi da un lato la maggior parte degli attori economici a partire dal 2015 riteneva che l'inflazione sarebbe sì cresciuta, ma ad un tasso minore del 2%, dall'altro lato le politiche della Banca del Giappone sembrano aver avuto successo nello sradicare le aspettative deflattive nella stragrande maggioranza degli attori economici.

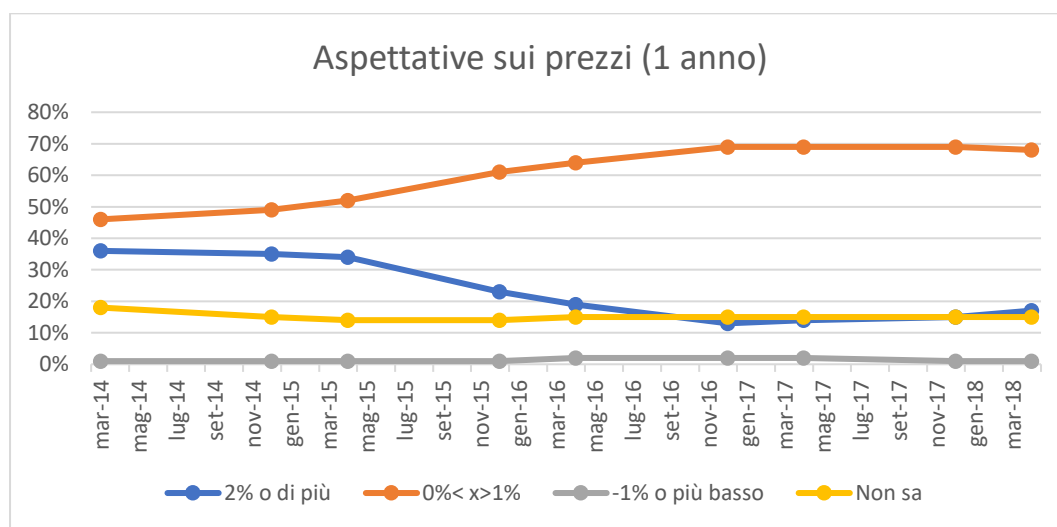


Figura 25²¹⁶. Aspettative sui prezzi (1 anno)

²¹⁶ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

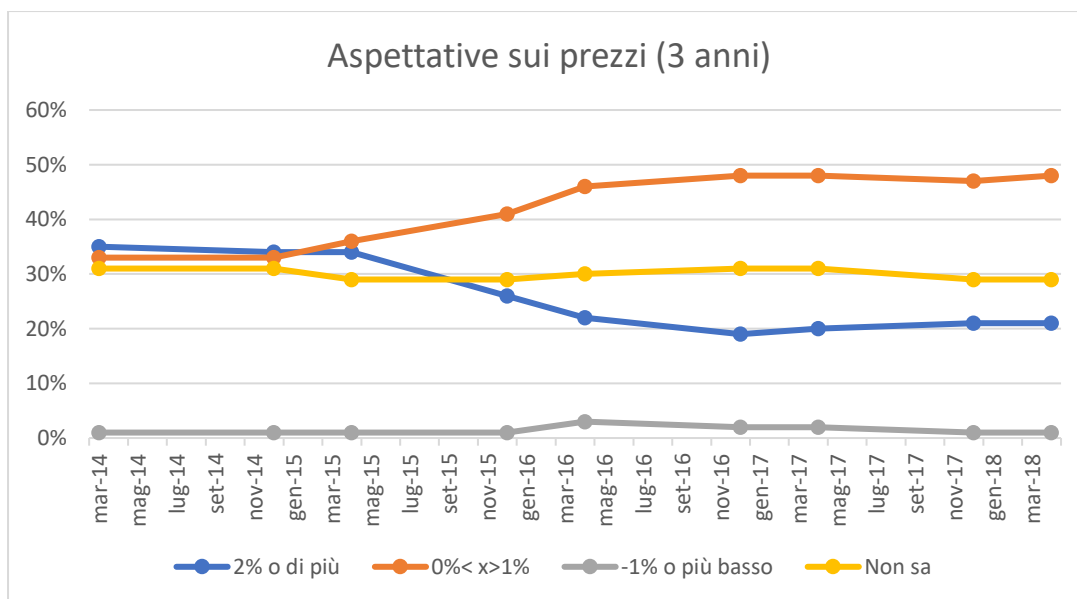


Figura 26²¹⁷- Aspettative sui prezzi (3 anni)

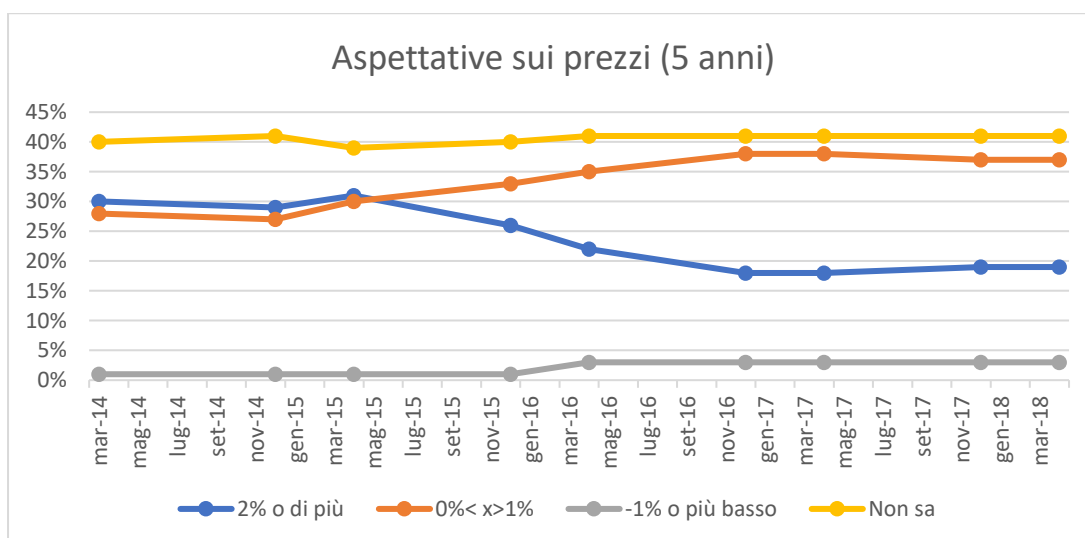


Figura 27²¹⁸- Aspettative sui prezzi (5 anni)

Come già ricordato, nel “tankan” le imprese non formulano solamente le previsioni circa l’andamento economico nazionale, ma anche sulla loro futura *performance* economica. Considerando il panorama nazionale nella sua interezza composto da grandi, medie e piccole imprese sembra che i maggiori beneficiari delle politiche monetarie siano state le grandi imprese²¹⁹. Esse si sono dimostrate subito molto ottimiste all’avvio del “Quantitative and Qualitative easing” nel 2013, aspettandosi un

²¹⁷ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

²¹⁸ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

²¹⁹ Secondo il Ministero per l’Economia, il Commercio e l’Industria nipponico si considerano piccole le imprese composte da meno di 20 impiegati regolari; medie quelle composte da meno di 300 impiegati regolari; grandi quelle composte da più di 300 impiegati regolari. Si veda METI, 2017. “White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan”.

sostanzioso incremento dei profitti; anche se negli anni successivi le aspettative sono state nel complesso meno rosee con previsioni anche di andamento negativo. Tuttavia, il più facile accesso al credito, soprattutto per chi dispone in partenza di risorse notevoli, ha determinato un trend di aspettative crescenti circa gli investimenti che si è concretizzato soprattutto nell'ultimo biennio. Anche le aspettative sulle vendite si sono mantenute positive, con la sola eccezione del 2016, anno problematico per l'economia nipponica²²⁰.

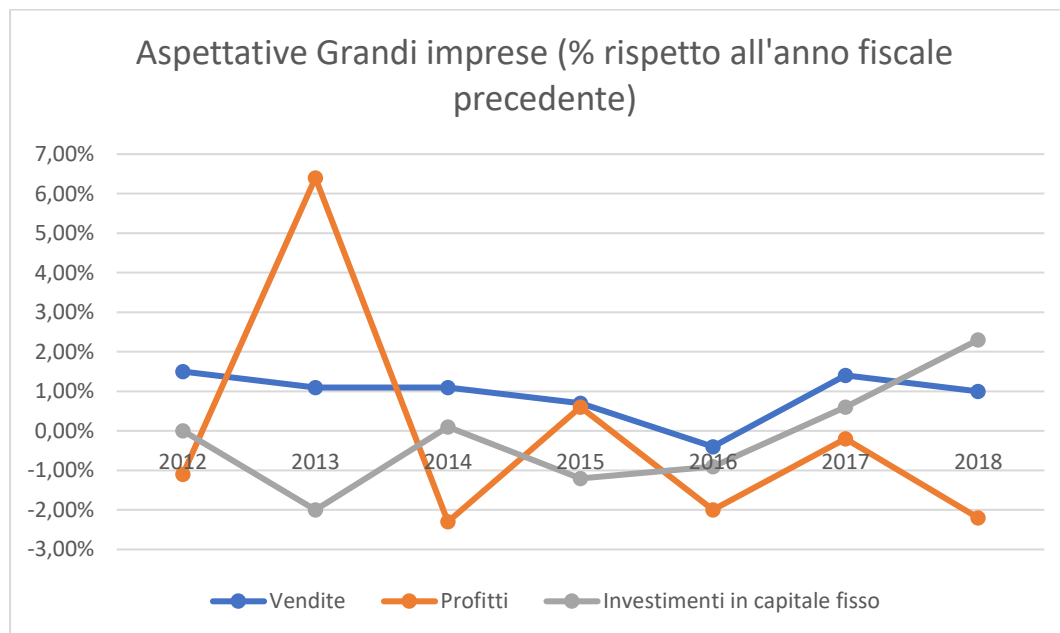


Figura 28²²¹- Aspettative delle grandi imprese

Le medie imprese si sono dimostrate particolarmente ottimiste nell'ultimo biennio per quanto riguarda gli investimenti, segno di una volontà e tendenza all'espansione dell'economia domestica. Tuttavia, lo stesso non può essere detto per vendite e profitti. Le aspettative su questi ultimi, al contrario, sembrano essersi stabilmente ridotte rispetto al periodo antecedente il secondo mandato di Abe, anche se per l'ultimo biennio le basse previsioni possono essere spiegate con il vertiginoso aumento delle aspettative sugli investimenti. Queste ultime possono essere anche viste come il risultato maturato dall'azione decisa di acquisto massiccio di asset finanziari della Banca del Giappone, per abbassare i tassi e permettere ad un bacino più vasto di attori di accedere ai finanziamenti. Impiegando circa metà della forza lavoro nazionale (46,6%)²²², la volontà di investire delle medie imprese sembra essere

²²⁰ Una spiegazione di alcune problematiche è stata esposta in 2.1.2.

²²¹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

²²² METI, 2017.

rivolta ad un desiderio di espansione, agevolato da condizioni finanziarie migliori, magari inglobando quelle piccole imprese che, come si vedrà tra poco, non sembrano aver beneficiato in alcun modo delle politiche monetarie, ma anzi hanno assistito ad un peggioramento delle loro condizioni. Infatti, per le piccole imprese giapponesi accedere al credito è maggiormente difficile rispetto alle grandi imprese. Il motivo principale si deve ricercare nel fatto che i mercati finanziari in Giappone sono dominati dalle banche, piuttosto che da fondi di investimento, le quali concedono prestiti generalmente in base a rigidi parametri forniti dalle agenzie di rating, e spesso le piccole imprese non possiedono i requisiti per essere ammesse nel sistema di rating²²³. A ciò bisogna aggiungere anche la prudenza delle banche giapponesi che, memori dei terremoti bancari causati dai “non performing loans” (crediti inesigibili) negli anni Novanta²²⁴, nel 2014 avevano incrementato i prestiti concessi alle imprese (di tutte le tipologie) solamente del 2% rispetto all’anno precedente, nonostante il cospicuo aumento di liquidità di cui avevano goduto²²⁵. Un ulteriore elemento di debolezza per le piccole imprese è costituito dalla natura stessa dell’Abenomics che pone lo Stato come principale attore della ripresa domestica incoraggiandone le spese, a scapito dei consumi (come si vedrà nel paragrafo successivo)²²⁶. Le grandi imprese nonostante la domanda interna stagnante riescono a esser profittevoli grazie a investimenti esteri e acquisizioni, mentre le piccole imprese non possiedono le risorse per farlo.

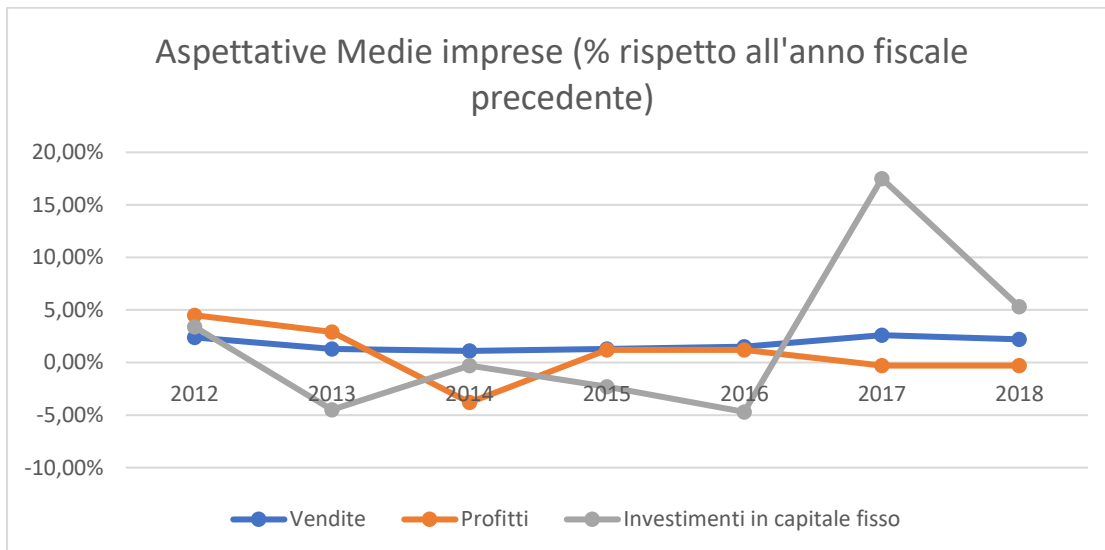


Figura 29²²⁷- Aspettative delle medie imprese

²²³ Yoshino, N., Taghizadeh-Hesary, F. 2014, “Analytical framework on credit risks for financing small and medium enterprises in Asia”, Asia-Pacific Development Journal.

²²⁴ Argomento ampiamente trattato in Rosenbluth, F., Thies, M. 2010, “Japan transformed-Political change and economic restructuring”, Princeton University Press.

²²⁵ Yuechun, J. 2017, “Abenomics and Japan’s economic outlook”, China Institute of International studies

²²⁶ Ibid.

²²⁷ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

Le piccole imprese sembrano essere pertanto le beneficiarie minori del quinquennio monetario inaugurato da Kuroda. Le aspettative sui profitti e gli investimenti sono andate peggiorando di anno in anno, raggiungendo livelli nel complesso inferiori al 2012. Salta all'occhio soprattutto il dato relativo alle aspettative sugli investimenti dato il loro calo netto nel corso del quinquennio, con tassi inferiori anche al -20%. Le aspettative sulle vendite si sono mantenute stagnanti, intorno ad uno 0% di tasso di crescita, segno che le opportunità di espansione delle piccole imprese risultano fortemente limitate tutt'oggi. Questo scenario dovrebbe preoccupare poiché le piccole imprese rappresentano l'85,1% delle aziende nipponiche e impiegano circa un quarto della forza lavoro nazionale (23,5 %).²²⁸

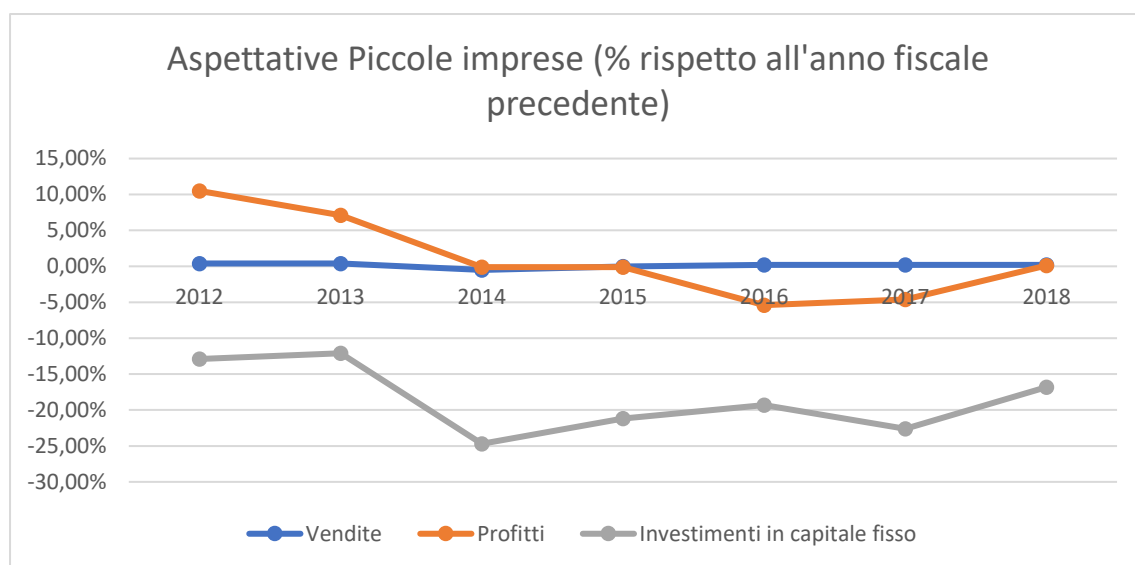


Figura 30²²⁹- Aspettative delle piccole imprese

2.2.5. Domanda aggregata e inflazione

Sotto la spinta dell'espansione monetaria il PIL reale giapponese, che quindi riflette in maniera accurata variazioni di produzione, ha mantenuto un tasso di crescita costante, anche se contenuto a valori inferiori al 2% annuo a partire dal 2013. In un quinquennio il valore complessivo del PIL reale ha superato stabilmente quota 500 trilioni di yen. Ed è aumentato da 508 a 531 trilioni di yen. Il risultato può essere considerato nel complesso buono. Il Giappone, soprattutto nell'ultimo biennio, si sta avvicinando a Stati Uniti ed Unione Europea in termini di crescita reale, pur rimanendo tuttavia ancora ben distante (come del resto anche Stati Uniti ed Unione Europea) dal gigante cinese nonostante

²²⁸ METI, 2017.

²²⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

si rilevi una recente tendenza di riduzione del gap tra i due Paesi. Le politiche di Kuroda sembrano quindi aver sortito l'effetto di aver indirizzato il Paese verso una crescita reale moderata, ma stabile.

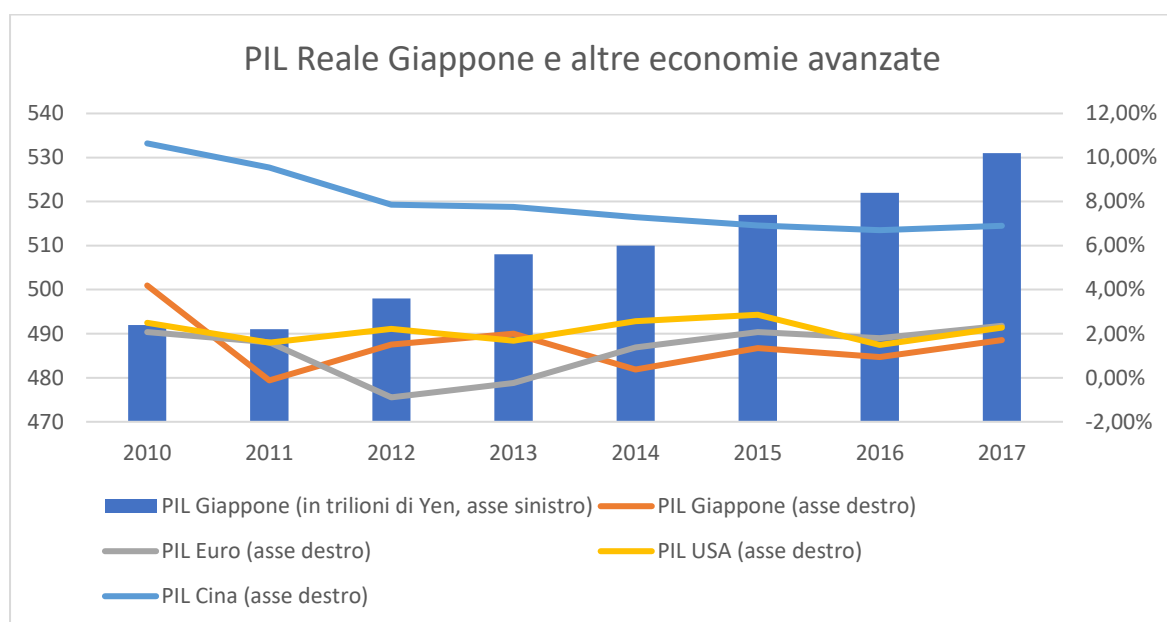


Figura 31²³⁰. PIL reale Giappone e altre economie avanzate

Analizzando alcune componenti del PIL, si evidenzia chiaramente il ruolo e l'importanza degli investimenti in capitale fisso e della spesa per consumi del Governo²³¹ favoriti dalle condizioni di maggior facilità per l'accesso al credito e dalla massiccia opera di acquisto di bond governativi perpetrata dalla Banca del Giappone. Gli investimenti hanno mantenuto un buon tasso di crescita annuo intorno al 3%, per contrarsi solamente nel 2016, anno la cui problematicità più volte ribadita ha avuto delle conseguenze su molti aspetti dell'economia nipponica. La spesa per consumi del Governo è andata a sopperire alla scarsa crescita della spesa per consumi delle famiglie, che è andata riducendosi bruscamente a partire dal 2014, anno dell'introduzione dell'aumento dell'imposta sui consumi dal 5% al 8%. Da questo punto di vista sembra che le politiche monetarie attuate dopo il 2013 siano risultate efficaci nel migliorare le condizioni finanziarie, facendo quindi aumentare investimenti e spese governative, ma abbiano invece incontrato delle frizioni nell'accrescere il benessere dei cittadini.

²³⁰ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su: <https://data.oecd.org/>

²³¹ La spesa per consumi del Governo include il valore di beni e servizi acquistati o prodotti dal Governo Centrale e trasferiti direttamente alle famiglie. <https://stats.oecd.org/>

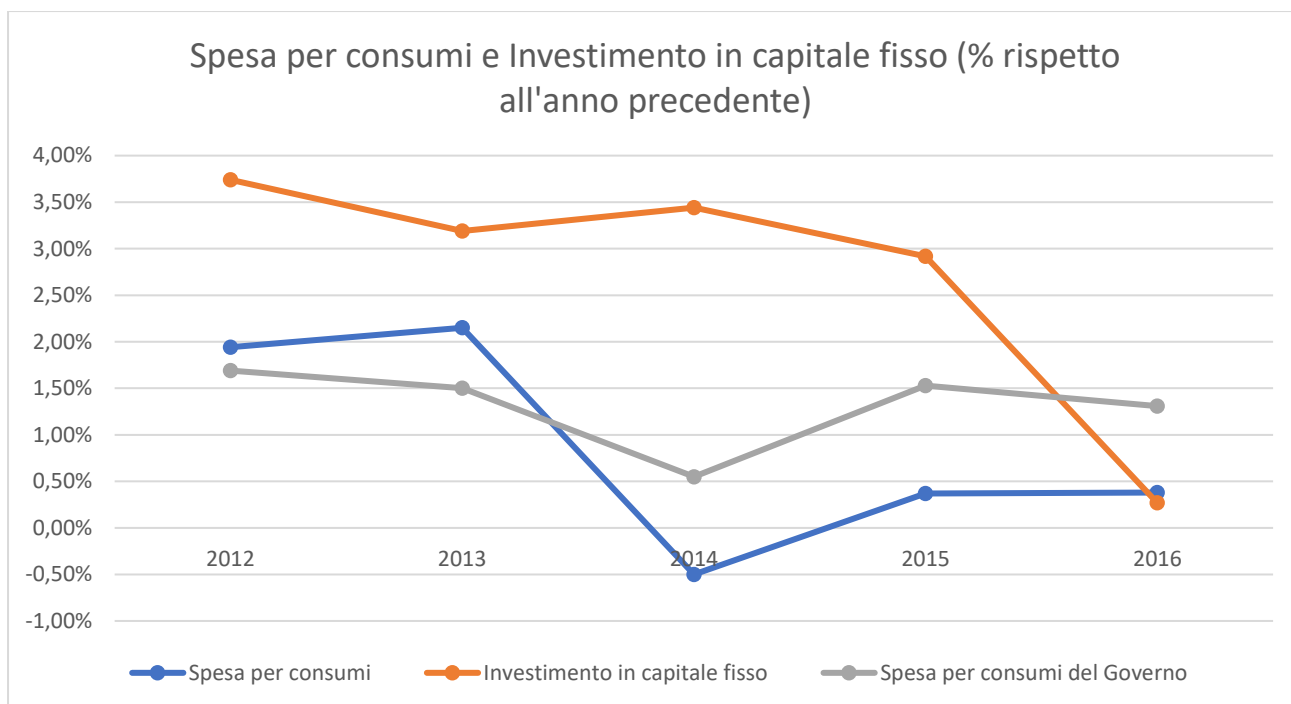


Figura 32²³²- Spesa per consumi, spesa per consumi del governo e investimenti in capitale fisso

Infatti, andando a esaminare la crescita dei salari si evince un loro scarso aumento soprattutto se rapportato con i picchi inflazionistici del biennio 2014-2015 in cui l’inflazione “core”²³³ ha temporaneamente superato quota 2% senza tuttavia mantenere tale valore stabilmente. In altre parole, ad un aumento dei prezzi non si è avuto un corrispondente aumento dei salari, e la forbice tra questi ultimi e l’inflazione nel 2015 è stata piuttosto ampia. Nel 2013 e nel 2016 i salari sono aumentati in misura maggiore rispetto alla crescita inflazionistica, con margini tuttavia trascurabili (0,18% e 0,21% rispettivamente). Sul fronte inflazionistico, va dato atto a Kuroda di aver portato stabilmente il Giappone fuori dalla deflazione caratterizzata da crescita inflazionistica negativa. Tuttavia, l’obiettivo del 2% è stato raggiunto solamente temporaneamente nel 2015, e il tasso di crescita annuale dell’inflazione “core”, non “gonfiata” quindi da beni volatili quali cibo ed energia, escludendo il 2016 si è sempre mantenuto al di sotto del 1%.

²³² Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su: <https://data.oecd.org/>

²³³ L’inflazione “core” non tiene conto dei prezzi di cibo ed energia, per definizione assai volatili, e pertanto è ritenuta generalmente essere un indicatore più preciso di misurazione della crescita inflazionistica.

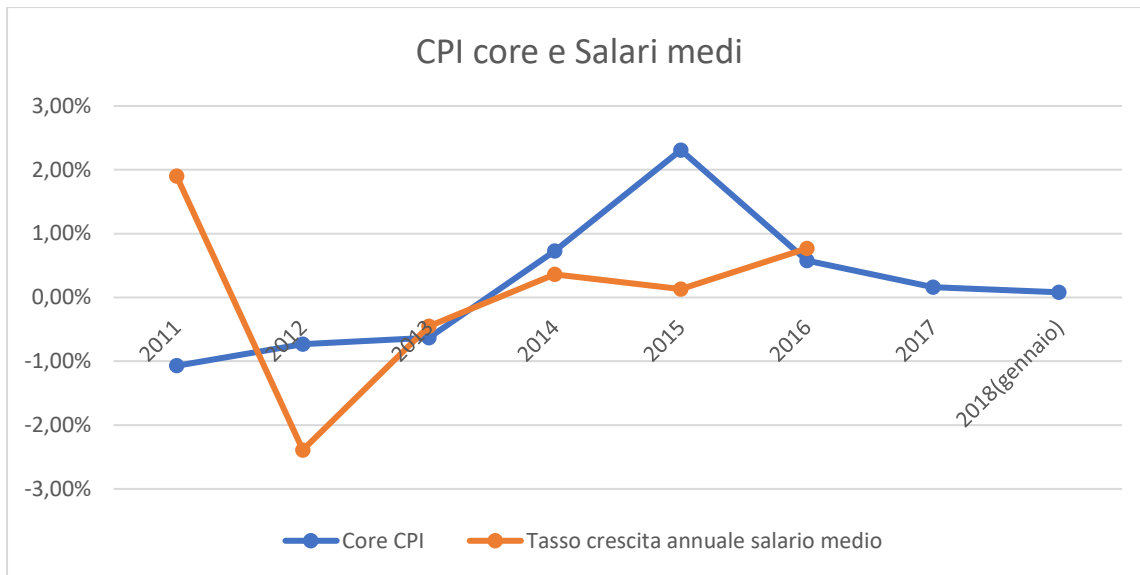


Figura 33²³⁴- CPI core e Salari medi

Non essendosi concretizzata in una crescita salariale, l’espansione monetaria ha avuto quindi altri effetti. L’enorme liquidità a cui è stato sempre più facile accedere, soprattutto da parte delle grandi imprese, ha permesso loro di perseguire una politica aziendale di sempre maggior remunerazione dei propri shareholders. I dividendi pagati agli shareholders passano dai 7 trilioni di yen ai 10,4 trilioni di yen complessivi in soli 4 anni, mostrando un trend di crescita esponenziale non riscontrabile nei periodi precedenti. Conseguentemente, è aumentato il divario tra il totale dei dividendi pagati e la remunerazione dei dirigenti d’azienda, mentre è andato riducendosi il divario tra la remunerazione di questi ultimi e quella degli impiegati. Tutto ciò assurge gli shareholders delle grandi aziende al ruolo di importanti beneficiari delle politiche monetarie giapponesi. A riprova della volontà da parte delle grandi aziende di premiare i propri shareholders si nota un vertiginoso aumento del patrimonio netto²³⁵ delle aziende nipponiche che balza da un valore complessivo di 595 trilioni di yen nel 2012 ad uno di 731 trilioni di yen nel 2016, segno dell’attrattività delle crescenti remunerazioni sui dividendi. Questi fenomeni sembrano essere chiari indicatori di una precisa svolta operata dalle aziende nipponiche di abbandono del tradizionale modello aziendale giapponese con il suo accento sul benessere degli impiegati e i contratti di lavoro a vita, in favore invece di un modello aziendale anglo-sassone, sempre più adottato globalmente, che tende invece a premiare soprattutto gli stakeholders e a rendere i contratti

²³⁴ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

²³⁵ Noto in letteratura con il nome di “Shareholders’ equity”, “Stockholders’ equity”, o “Net worth”.

di lavoro più flessibili, aumentando la quota di lavoratori irregolari e part-time²³⁶. Se da un lato avere più shareholders comporta una maggior disponibilità di risorse da usare per aumentare produzione e investimenti aziendali, dall'altro la contrazione dei salari inevitabilmente porta ad una diminuzione dell'acquisto delle stesse merci prodotte e ad una diminuzione quindi della domanda aggregata, che deve essere quindi sostenuta sempre di più dal Governo grazie al massiccio acquisto di bond da parte della Banca del Giappone. Così facendo, il già problematico debito pubblico giapponese è destinato ad aumentare ponendo problemi sulla sostenibilità del processo nel lungo periodo. Probabilmente un ritorno al modello giapponese aziendale tradizionale, con le dovute modifiche dettate dalle dinamiche globali attuali, potrebbe risultare più efficace nel capitalizzare le condizioni monetarie messe in campo dalle politiche della banca del Giappone. Una posizione simile viene adottata anche da Lechevalier e Monfort (2017)²³⁷. Gli autori affermano che l'Abenomics abbia fallito proprio nel contrastare la crescente disuguaglianza e povertà che stanno sempre più prendendo piede nel paese, non riuscendo a definire un modello chiaro di crescita. Il Governo dovrebbe infatti includere nel proprio pacchetto di riforme strutturali (che nonostante le critiche, nei fatti si è rivelato simile a quello di molte altre economie avanzate) politiche salariali sul modello di quelle dell'età del boom economico del dopoguerra degli anni Sessanta e Settanta. In quegli anni le politiche salariali infatti erano riuscite a stabilire regole efficaci che permettevano aumenti di salario in base alla produttività dell'azienda. Pertanto, anche a fronte dell'irreversibilità dei processi di globalizzazione, dovrebbe essere lo Stato a giocare un ruolo maggiormente attivo nella riallocazione delle risorse tramite programmi di protezione sociale uniti a una profonda riforma del sistema di tassazione che da un lato colpisca i risparmi eccessivi delle aziende, e dall'altro sia maggiormente flessibile sui salari.

²³⁶ Satô, Fumiaki, 2016: 抜本的構造転換の企業戦略 (Corporate Strategy as Fundamenta Structure Change), Hitotsubashi Business Review.

²³⁷ Lechevalier, S., Monfort, B., 2017.

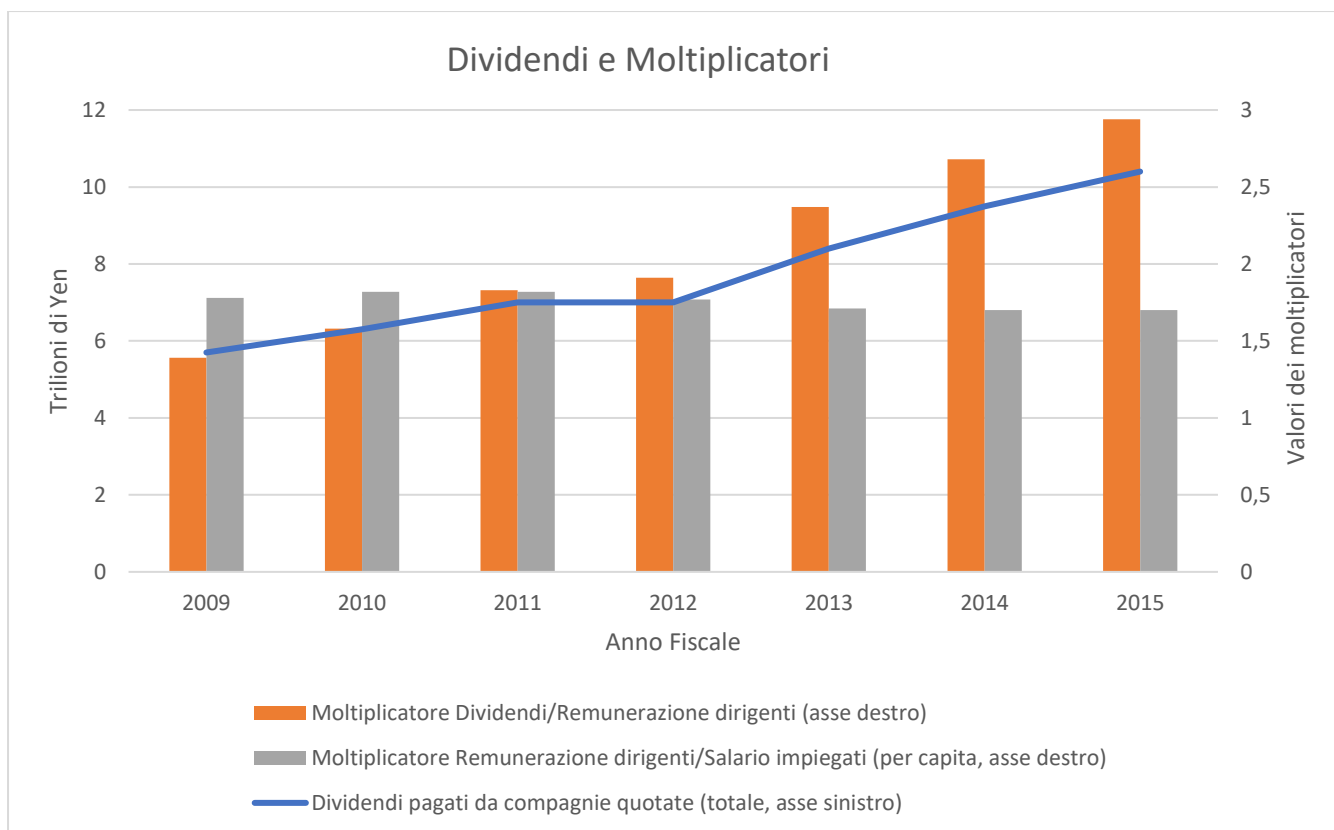


Figura 34²³⁸- Dividendi e moltiplicatori

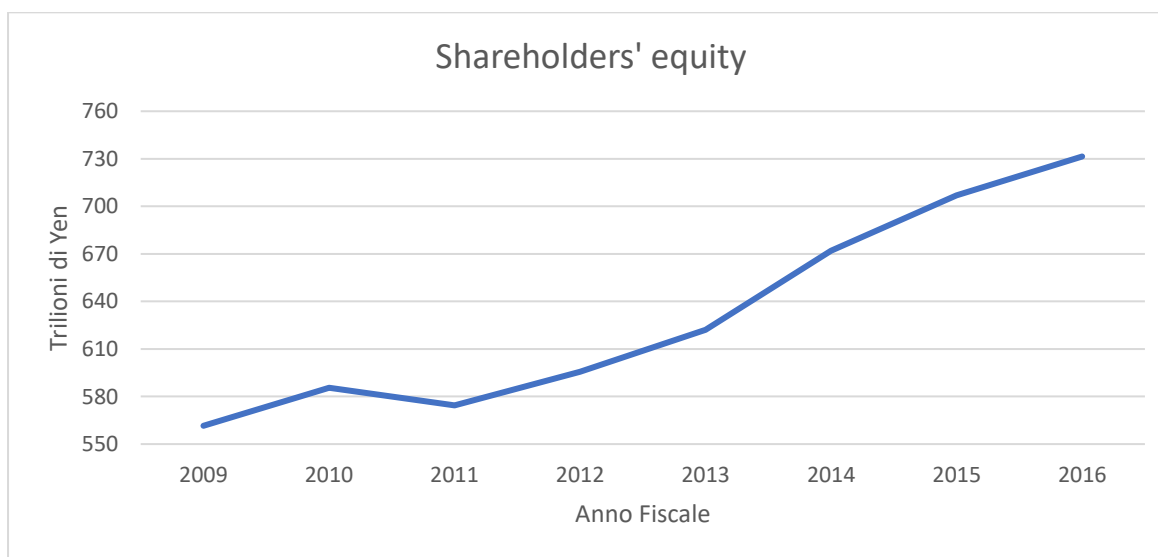


Figura 35²³⁹- Shareholders' equity

²³⁸ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su “Increasing shareholder return such as Dividend”, report compilato da Sumitomo Mitsui Asset Management nel 2017; e su https://www.mof.go.jp/english/pri/reference/ssc/results_index.htm

²³⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su https://www.mof.go.jp/english/pri/reference/ssc/results_index.htm

Capitolo terzo

Le fasi di politica monetaria dell'Unione Europea

3.1 La politica monetaria dell'Unione Europea all'indomani della crisi del debito pubblico. L' "Outright Monetary Transactions".

Per il Giappone il momento di svolta riguardante l'attuazione di nuove e innovative politiche monetarie è rappresentato dalla seconda vittoria elettorale di Abe e dalla conseguente nomina a Governatore della Banca del Giappone di Kuroda a inizio 2013. Similmente, l'Unione Europea vede un deciso cambiamento nell'attuazione e nel modo di condurre la politica monetaria a partire dalla nomina a Governatore della Banca Centrale Europea di Mario Draghi il primo novembre 2011²⁴⁰, in un momento di piena crisi a causa dell'aggravarsi delle condizioni del debito pubblico di molti Paesi dell'Eurozona. In queste condizioni, in cui la possibilità che molti Stati dichiarassero default sul debito non era da escludere, celebre è la frase pronunciata il 26 luglio 2012 dal neoletto Governatore in occasione della "Global Investment Conference" di Londra: "Durante il nostro mandato la Banca Centrale Europea è pronta a fare qualsiasi cosa serva per preservare l'Euro. E credetemi, sarà abbastanza"²⁴¹. Una frase del genere, pronunciata nel più importante centro finanziario europeo e in presenza degli operatori determinanti per le decisioni di investimento sui mercati finanziari, e quindi anche sui titoli in euro, ha avuto come effetto la rassicurazione degli investitori sul fatto che la Banca si sarebbe prodigata pur di evitare il collasso dell'Unione Monetaria. Le parole di Draghi, prima ancora delle politiche, hanno avuto effetti tangibili nel far ripartire la crescita europea. Da quel momento infatti, per esempio, il valore degli asset azionari e di quelli a reddito fisso, come i bond governativi, è cresciuto di circa 5 miliardi di euro.

²⁴⁰ <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/il-consiglio-europeo-nomina-mario-draghi-presidente-della-bce/>

²⁴¹ Originale in Inglese: "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough." Si veda "Verbatim of the remarks made by Mario Draghi", European Central Bank, 2012. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

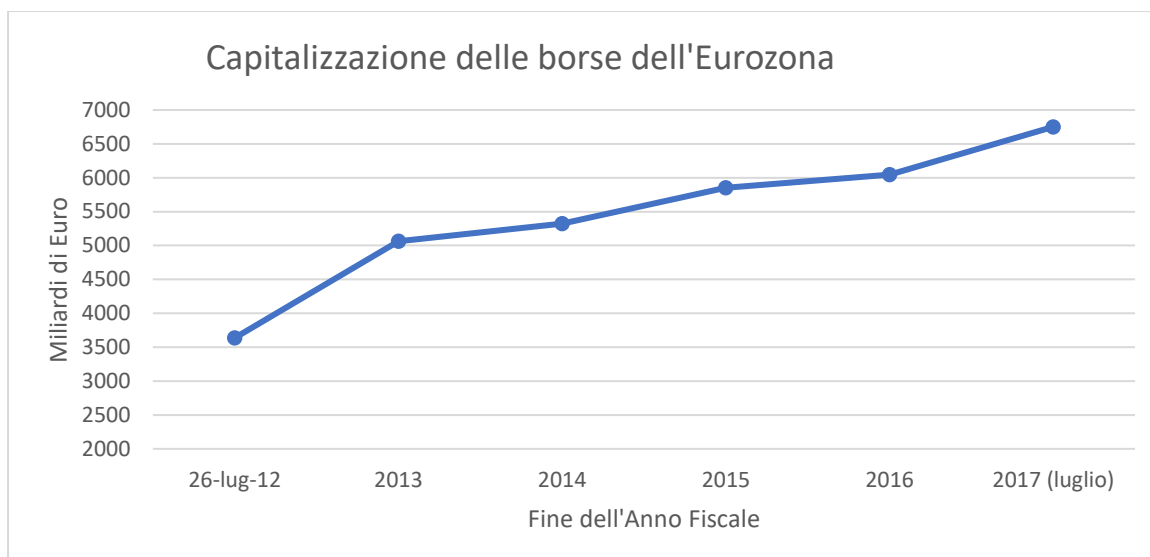


Figura 36²⁴²- Capitalizzazione delle borse nell'Eurozona

A questa dimostrazione di come la comunicazione sia sempre più importante nel modo di condurre politica monetaria sono seguiti i fatti. Il 6 settembre 2012²⁴³, la Banca Centrale Europea ha annunciato l'introduzione di un programma di misure volte ad arginare le problematiche derivate dalla crisi del debito chiamato "Outright Monetary Transactions". Il programma si attua per i Paesi che ne facciano richiesta e consiste nell'acquisto illimitato di titoli di Stato a breve (maturity compresa tra 1 e 3 anni) sul mercato secondario da parte della Banca Centrale Europea, per ridurre soprattutto lo spread tra i suddetti titoli e quelli tedeschi, dato che uno spread significativamente elevato viene valutato negativamente dagli investitori. Inoltre, intervenendo nel mercato delle obbligazioni in termini di investitore "garantito", la BCE si fa carico del ruolo di alleggerimento dei tassi di interesse dei titoli di Stato, rassicurando gli investitori sulla possibilità di scenari devastanti di insolvenze e fallimenti a catena degli Stati più deboli dell'Eurozona. La liquidità creata da tale piano sarà "sterilizzata", ovvero riassorbita (ad esempio vendendo altri titoli) per evitare che il programma interferisca con il tradizionale obiettivo di politica monetaria della BCE che a questa altezza cronologica rimane la stabilità dei prezzi tramite il controllo del tasso di interesse. Per accedere al programma, uno Stato deve sottostare a delle condizioni riguardanti il proprio impegno a ridurre il deficit e ad attuare riforme strutturali che garantiscano una crescita stabile. Da questi assunti è possibile capire come in realtà non sia nelle intenzioni dell'Autorità monetaria europea che la politica fiscale dei paesi a rischio vada nella stessa direzione di quella monetaria, e questo aspetto ha reso problematico l'accesso al programma di

²⁴² Fonte: Rielaborazione di dati tratti da "Thomson Reuters" <https://www.thomsonreuters.com/en.html>

²⁴³ "Introductory statement to the press conference", European Central Bank, 2012. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>

paesi come la Spagna e l'Italia, oltre ad essere stato criticato dai nekeynesiani²⁴⁴ che invece vedono anche e soprattutto nella spesa in deficit lo strumento per far ripartire gli Stati europei in crisi. Contro questo programma si è pronunciata la Germania, facendo ricorso e adducendo il fatto che con tale tipologia di programma la BCE venisse meno al suo mandato originario, di garante della stabilità dei prezzi, accollandosi invece il rischio di insolvenza sul debito dei Paesi meno forti. La Corte di giustizia dell'UE ha respinto il ricorso pronunciandosi a favore della BCE. Tuttavia, il programma non è mai stato veramente attuato, venendo rinviato *sine die*²⁴⁵. Nonostante ciò esso rappresenta, almeno negli intenti, la linea di condotta della BCE che sarà attuata con il “Quantitative easing”: un intervento massiccio della Banca nel mercato dei titoli per ridurre lo spread e il rendimento dei paesi a rischio e rassicurare così gli investitori internazionali sulla tenuta dell'euro.

3.1.1 Il “Quantitative easing”

Il “Quantitative easing” segna il vero punto di svolta nel modo di condurre politica monetaria in Europa in quanto si passa da programmi che, per quanto espansivi, non prevedono la creazione *ex nihilo* di liquidità a un tipo di politica che invece lo prevede, e anzi usa questo fenomeno per aumentare la base monetaria. Il momento decisivo tuttavia è stato preparato da cambiamenti importanti sia nella comunicazione che nei programmi di politica monetaria immediatamente precedenti al “Quantitative easing”. Significativa è la posizione ufficiale del “Governing Council” riguardante le misure non convenzionali adottata nell'aprile 2013, in cui si rende noto che le politiche espansive perdureranno fino a quando sarà necessario. Tale pronunciamento ufficiale appare assai differente dal precedente che stabiliva che le misure non convenzionali fossero di natura temporanea²⁴⁶. Dal punto di vista dei programmi, il “Targeted Long Term Refinancing Operations” (abbreviato in “TLTRO”) messo in atto nel giugno 2014 può essere considerato un'anticipazione, non tecnica in quanto anche in questo caso la liquidità fornita è sterilizzata, ma almeno nelle intenzioni del “Quantitative easing”. Si tratta di piani di rifinanziamento a lungo termine preposti appositamente per le istituzioni non finanziarie con

²⁴⁴ Mitchell, B. 2012, "The ECB plan will fail because it fails to address the problem". <http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=20935>

²⁴⁵ Alessandrini, P. 2015, “Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza.” Il Mulino (Seconda edizione).

²⁴⁶ Rodriguez, C., Carrasco, C. 2014, “ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects”, FESSUD.

l'obiettivo dunque di stimolare direttamente l'economia reale²⁴⁷. Il 22 gennaio 2015 Draghi annuncia il primo lancio del "Quantitative easing", prevedendo un'iniezione di liquidità sui mercati finanziari pari a 60 miliardi di euro mensili fino al raggiungimento di quota 1,1 trilione di euro entro settembre 2016. Lo scopo è di ristabilire la fiducia degli investitori, aumentare l'inflazione e deprezzare l'euro per incrementare le esportazioni e instaurare un processo di crescita. Gli asset acquistati appartengono anche al settore privato che quindi può avere un canale di accesso privilegiato al credito. Ovviamente questa nuova tipologia di politica non è ben vista dagli Stati "virtuosi" dal punto di vista fiscale, come la Germania, che vedono in ciò un tentativo di salvataggio degli Stati caratterizzati da alto deficit. Tuttavia, Draghi ha ribadito più volte che verrà valutato l'accesso al programma per quegli Stati che, come la Grecia, si trovino ad essere sotto la supervisione di speciali entità sovranazionali quali il Fondo Monetario Internazionale. Il motivo è da riscontrarsi nel fatto che la politica monetaria, secondo i vertici della Banca Centrale Europea, può solamente porre le basi della crescita, mentre spetta all'impegno dei singoli Governi tramite solide riforme istituzionali generare un clima di fiducia che porti alla ripresa consistente degli investimenti²⁴⁸.

In data 8 dicembre 2016²⁴⁹ il "Governing Council" ha deciso di prolungare il "Quantitative easing" fino a marzo 2017, annunciando inoltre un'estensione dello stesso programma da aprile a dicembre 2017 con acquisti di 60 miliardi di euro al mese, fino a quando non sarà raggiunta e mantenuta la soglia target di inflazione vicina al 2%. Il "Governing Council" si riserva anche la facoltà di aumentare il volume di acquisti o la loro durata se dovessero peggiorare le condizioni finanziarie, segnalando così una precisa linea di condotta per tutti gli attori economici circa il proprio operato. Specificando le novità introdotte dal prolungamento del "Quantitative easing", Draghi ha affermato che l'acquisto dei titoli viene esteso ai bond con maturity che scende da 2 a 1 anno e si estende parallelamente la possibilità di acquistare titoli con un tasso inferiore al tasso dei depositi. Tutte queste misure potenziano l'operatività del "Quantitative easing" come strumento di stimolo per gli investimenti; tant'è vero che a questa altezza cronologica la BCE non ha ancora parlato di "tapering", ossia di una sostanziale riduzione del programma in vista di una futura uscita dall'espansione monetaria. Inoltre,

²⁴⁷ "La BCE annuncia misure di politica monetaria volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria", Banca Centrale Europea, 2014.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.it.html

²⁴⁸ "ECB unveils €1.1tn QE plan to stimulate eurozone economy", The Guardian, 2015.

<https://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/ecb-unveils-1-trillion-qe-plan-stimulate-eurozone-economy>

²⁴⁹ "Monetary policy decisions", European Central bank, 2016.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>

sempre a questo periodo risalgono le stime positive su inflazione e PIL da parte della BCE che la inducono ad affermare che il pericolo deflazione sia scampato: il PIL viene stimato a 1,7% nel 2017 e a 1,6% nei due anni successivi; mentre l'inflazione stimata è del 1,3% nel 2017, 1,5% nel 2018 e 1,7% nel 2019²⁵⁰.

Il 26 ottobre 2017²⁵¹ la BCE ha mosso il primo passo verso la normalizzazione del programma di “Quantitative easing” annunciando il dimezzamento dei titoli mensili acquistati, da 60 a 30 miliardi di euro, a partire dall'inizio del 2018. Questa decisione arriva in un momento in cui comunque si è ben lontani dall'obiettivo inflazionistico del 2%. A novembre 2017 l'inflazione tocca quota 1,5% e quella core 1,3%²⁵². Tutto ciò fa supporre che Draghi si aspetta che la disoccupazione in calo si tramuterà in futuro in aumento dei prezzi. Questa relazione è nota come curva di Phillips, ma la sua stabilità è tipicamente di breve periodo, e in alcuni paesi come gli Stati Uniti è invertita.

La domanda legittima da porsi, e sulla quale si indagherà nei paragrafi successivi, è se gli Stati membri dell'Unione abbiano raggiunto dei presupposti di crescita tali da giustificare la normalizzazione dell'espansione monetaria che condurrà inevitabilmente alla fine della stessa politica monetaria espansiva.

3.1.2 I tassi di interesse negativi

In aggiunta al programma di “Quantitative easing” la BCE ha iniziato a partire da giugno 2014²⁵³ una politica volta a portare i tassi di interesse “overnight”, ovvero i tassi che remunerano le banche per i loro depositi presso la BCE, sotto lo zero. Lo stesso tasso negativo viene applicato anche alle riserve libere delle singole banche, cioè a quell'ammontare di liquidità eccedente le riserve obbligatorie che le banche detengono presso la Banca Centrale. Il chiaro intento è quello di penalizzare la trattenuta di liquidità nei depositi, incoraggiando invece un suo deflusso nell'economia reale. Infatti, tassi di

²⁵⁰ “Bce: estensione del Qe a fine 2017. Acquisti ridotti a 60 miliardi mensili”, Il Sole 24 ore, 2016. http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-12-08/bce-estensione-qe-fine-2017-acquisti-ridotti-60-miliardi-mensili-134532.shtml?uuid=ADwtF29B&refresh_ce=1

²⁵¹ “Monetary policy decisions”, European Central bank, 2017. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>

²⁵² “La Bce cambia pagina sul Qe, fine dell'attuale fase del programma di acquisti”, Il Sole 24 ore, 2017. <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2017-12-12/la-bce-cambia-pagina-qe-112307.shtml?uuid=AE7elxQD>

²⁵³ “Monetary policy decisions”, European Central bank, 2014. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605.en.html>

interesse negativi in generale avvantaggiano i debitori che ricevono paradossalmente una remunerazione per aver preso a prestito, mentre penalizzano i creditori che, secondo la teoria economica, dovrebbero quindi essere incentivati a risparmiare di meno (per concedere finanziamenti) e a spendere di più.

A giugno 2014 il tasso di interesse sui depositi “overnight” è stato portato a -0,10%, a settembre²⁵⁴ a -0,20%. Questo trend è continuato nei due anni successivi, con il tasso che è stato portato a quota -0,30% a dicembre 2015²⁵⁵ e -0,40% a marzo 2016²⁵⁶. Tuttavia, per stabilire effettivamente la portata della penalizzazione a cui vanno incontro le banche che trattengono troppa liquidità, bisogna tener conto di un altro tasso controllato dalla BCE, il cosiddetto tasso di rifinanziamento principale. Esso rappresenta il tasso che le banche devono corrispondere alla BCE quando ricevono finanziamenti da quest’ultima. Pertanto, il differenziale tra il tasso di rifinanziamento principale e il tasso “overnight” offre una misura reale dell’incentivo a trattenere liquidità. Tale differenziale è stato portato a soli 25 punti base a novembre 2013 ed è stato mantenuto tale per tutto il 2014, nonostante l’applicazione dei tassi “overnight” negativi. Solamente durante l’anno successivo ci si è mossi verso una maggior penalizzazione con il differenziale che ha toccato quota 35 punti base, a seguito del già citato cambiamento del tasso “overnight” a -0,30%. Il 2016 ha visto un ulteriore incremento di 5 punti base del differenziale, che ha raggiunto così i 40 punti, a seguito della simultanea diminuzione del tasso “overnight” a -0,40% e del tasso di rifinanziamento principale allo 0% (dallo 0,05% precedente). Ciò significa anche che le banche non devono più corrispondere interessi nelle operazioni di rifinanziamento principale con cui ottengono liquidità dalla BCE. Simultaneamente, il tasso negativo “overnight” scoraggia le stesse banche a depositare presso la BCE la liquidità ottenuta, incoraggiandole dunque a immettere tale liquidità nell’economia. Le politiche di “Quantitative easing” e di fissazione di tassi negativi riflettono la volontà e i cospicui sforzi messi in atto dall’Autorità monetaria europea per salvaguardare la tenuta dell’Eurozona. Nondimeno, rispetto al Giappone ad esempio, una reale e forte espansione monetaria è stata avviata solamente a partire dal 2015 e già due anni dopo si è parlato di normalizzazione per uscire da questa fase espansiva. Ci si può domandare dunque se questo lasso di tempo sia stato sufficiente per sanare le condizioni

²⁵⁴“Monetary policy decisions”, European Central bank, 2014.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904.en.html>

²⁵⁵“Monetary policy decisions”, European Central bank, 2015.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151203.en.html>

²⁵⁶“Monetary policy decisions”, European Central bank, 2016.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>

economico-finanziarie dell'Europa o se invece ci sia la necessità di un ulteriore prolungamento di vigorosi stimoli monetari per aiutare gli Stati membri a instaurare solide basi di crescita.

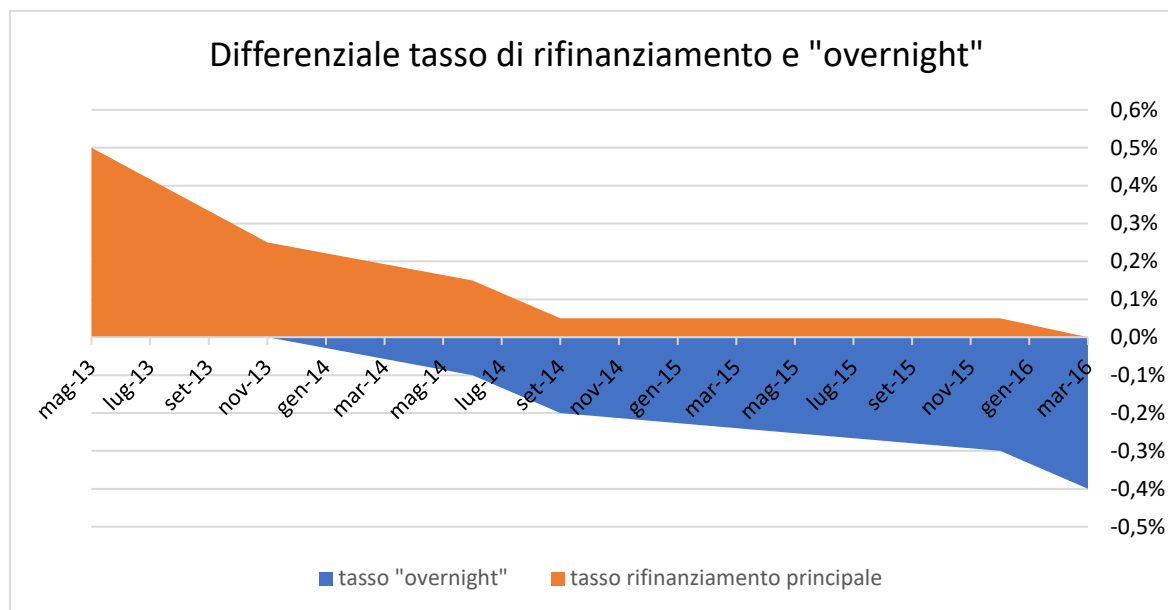


Figura 37²⁵⁷- Differenziale tra il tasso di rifinanziamento principale e il tasso “overnight”

3.1.3 Gli ultimi sviluppi: il nuovo vicegovernatore e la scadenza del mandato di Draghi

Il 18 febbraio 2018, i governi dell'Area Euro hanno designato come vicegovernatore della BCE il ministro delle finanze spagnolo Luis de Guindos²⁵⁸. In oltre vent'anni di storia dell'Unione Monetaria è la prima volta che un uomo politico viene designato per ricoprire un ruolo nella Banca Centrale Europea. Infatti, questa decisione ha generato degli scontenti in alcuni Stati membri, tra cui l'Italia, proprio per il fatto che un politico sia stato messo ai vertici di un'istituzione indipendente quale è la BCE. Inoltre, ulteriori sospetti circa l'appropriatezza del neo-vicegovernatore (che si è insediato ufficialmente il 1 giugno) derivano dal fatto che egli non abbia mai avuto esperienze operative di politica monetaria, avendo ricoperto in precedenza diversi incarichi nel settore pubblico ed essendo

²⁵⁷ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili sul sito della Banca Centrale Europea

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

²⁵⁸“Bce, l'asse franco-tedesco dietro la nomina di de Guindos”, il Sole 24 ore, 2018.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-02-19/bce-oggi-l-eurogruppo-designa-vice-draghi--094013.shtml?uuiid=AEc3wT2D>

stato consulente di Lehman Brothers per l'Europa, proprio quando la banca d'affari tracollò²⁵⁹. Non deve parimenti sorprendere il fatto che la nomina di de Guindos sia stata fortemente caldeggiata da Francia e Germania, poiché un uomo dell'Europa meridionale come vicegovernatore significherebbe quasi sicuramente un esponente dell'Europa settentrionale nel ruolo di Governatore nel 2019, anno della scadenza del mandato di Mario Draghi. In questo senso, il probabile candidato che sembra emergere dalla volontà franco-tedesca è Jens Weidmann, attuale presidente della Bundesbank, la Banca Centrale tedesca. Weidmann è stato da sempre considerato l'“anti Draghi” a causa della sua forte opposizione alle politiche monetarie espansive di Draghi durante tutto il corso del suo mandato²⁶⁰. Del resto, Weidmann è il naturale esponente del malcontento teutonico, condiviso sia a destra che a sinistra dello spettro politico, nei confronti delle politiche salva euro attuate dalla BCE. I conservatori tedeschi sostengono che l'espansione monetaria abbia indotto un certo lassismo nel varare nuove riforme strutturali nell'Europa meridionale, mentre la sinistra tedesca crede che i tassi di interesse bassi danneggino i pensionati e i piccoli risparmiatori. Tutto ciò è in linea con il ruolo economico della Germania, ovvero quello di paese esportatore che incamera liquidità, senza reimmetterla nel sistema economico europeo. Se dunque questo scenario dovesse concretizzarsi, le prospettive per i paesi del sud Europa non sembrano essere delle più rosee, e un ritorno a politiche monetarie restrittive è una possibilità concreta.

3.2 I meccanismi di trasmissione della politica monetaria dell'Unione Europea

I paragrafi che seguono sono dedicati all'analisi dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria dell'Unione Europea, in modo analogo a quanto già fatto per il Giappone. I tassi interbancari influenzati dall'azione monetaria della BCE sono l'EONIA, un tasso interbancario “overnight”, e i tassi EURIBOR, che hanno invece scadenze più lunghe. I tassi interbancari a loro volta determinano cambiamenti nei tassi applicati su depositi e prestiti dalle banche. Si analizzeranno poi gli effetti immediati del “Quantitative easing” in termini di titoli di Stato acquistati dalla BCE e di come cambia dunque il rendimento dei bond governativi e la quota di debito degli Stati detenuta dalle singole banche

²⁵⁹ “Un politico alla Bce: chi è Luis De Guindos, il nuovo vice di Draghi”, il Sole 24 ore, 2018. <http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-02-19/un-politico-bce-chi-e-luis-de-guindos-prossimo-vice-draghi--152708.shtml?uuiid=AEANYg2D>

²⁶⁰ “Chi è Jens Weidmann, il tedesco anti-Draghi (possibile) nuovo presidente BCE”, Money.it, 2018. <https://www.money.it/Chi-e-Jens-Weidmann-sostituto-presidente-BCE-Draghi>

centrali nazionali. Date le risorse messe in campo dalla BCE, verrà esaminato anche l'impatto delle politiche sullo spread delle principali economie europee. Politiche monetarie espansive in teoria comportano una svalutazione della valuta che dovrebbe incentivare le esportazioni; diventa pertanto necessario analizzare questi aspetti e valutarne l'effettiva realizzazione. Un altro canale di trasmissione importante è rappresentato dalle aspettative che si formano gli attori economici. A questo proposito, come metro di indagine verranno impiegati i dati ricavati dal "Survey of Professional Forecasters". Si tratta di indagini trimestrali sottoposte dalla BCE ad un campione di circa 50 imprese sparse lungo tutto il territorio europeo e che serve quindi da termometro alla Banca per misurare gli effetti delle proprie politiche. Infine, si cercherà di capire quanto le politiche monetarie post 2013 abbiano effettivamente inciso sulla crescita e l'inflazione dell'Unione, prendendo in considerazione anche altre variabili macroeconomiche collegate, per stabilire quanto in profondità possa esplicarsi l'azione della politica monetaria e quali sono le eventuali frizioni.

3.2.1 L'Impatto sui tassi interbancari e dei mercati finanziari

Le politiche monetarie espansive combinate alla fissazione al ribasso dei tassi di interesse controllati dalla BCE hanno influenzato pesantemente in questo senso i tassi interbancari che si determinano sul mercato. Uno dei tassi controllati dalla Banca Centrale Europea è il cosiddetto "tasso di rifinanziamento marginale". Esso rappresenta il tasso "overnight" pagato alla BCE da una banca che le richiede un prestito ed è considerato una sorta di tetto che influenza la determinazione del tasso interbancario "overnight" al quale le banche si prestano reciprocamente denaro, detto "EONIA" (Euro OverNight Index Average). Si nota come al progressivo abbassamento del tasso di rifinanziamento marginale deciso dalla BCE, l'EONIA si schiacci sempre di più verso il basso arrivando a toccare quota negativa da ottobre 2014. Guardando l'evoluzione dei tassi interbancari a lungo termine, la situazione è analoga. Infatti, anche in questo caso, al progressivo abbassamento del tasso controllato dalla BCE, il tasso di rifinanziamento principale al quale le banche ottengono liquidità dalla BCE per una settimana, segue una consistente diminuzione dei tassi "EURIBOR" (Euro Interbank Offered Rate), ovvero i tassi ai quali le banche si concedono prestiti con diverse scadenze. Nel 2015 il tasso di rifinanziamento principale è stato portato allo 0% e questo tetto ha contribuito pian piano a schiacciare i tassi EURIBOR, inclusi quelli a scadenza annuale sotto tale limite. Tassi interbancari negativi sia "overnight" che per periodi più lunghi incentivano una maggiore circolazione della liquidità e ciò si

riflette nell'aumento dell'aggregato monetario M3²⁶¹ in circolazione nell'Eurozona, che dal 2015 ha registrato tassi di crescita annui superiori al 3%, toccando quota 5,13% nel 2016²⁶².

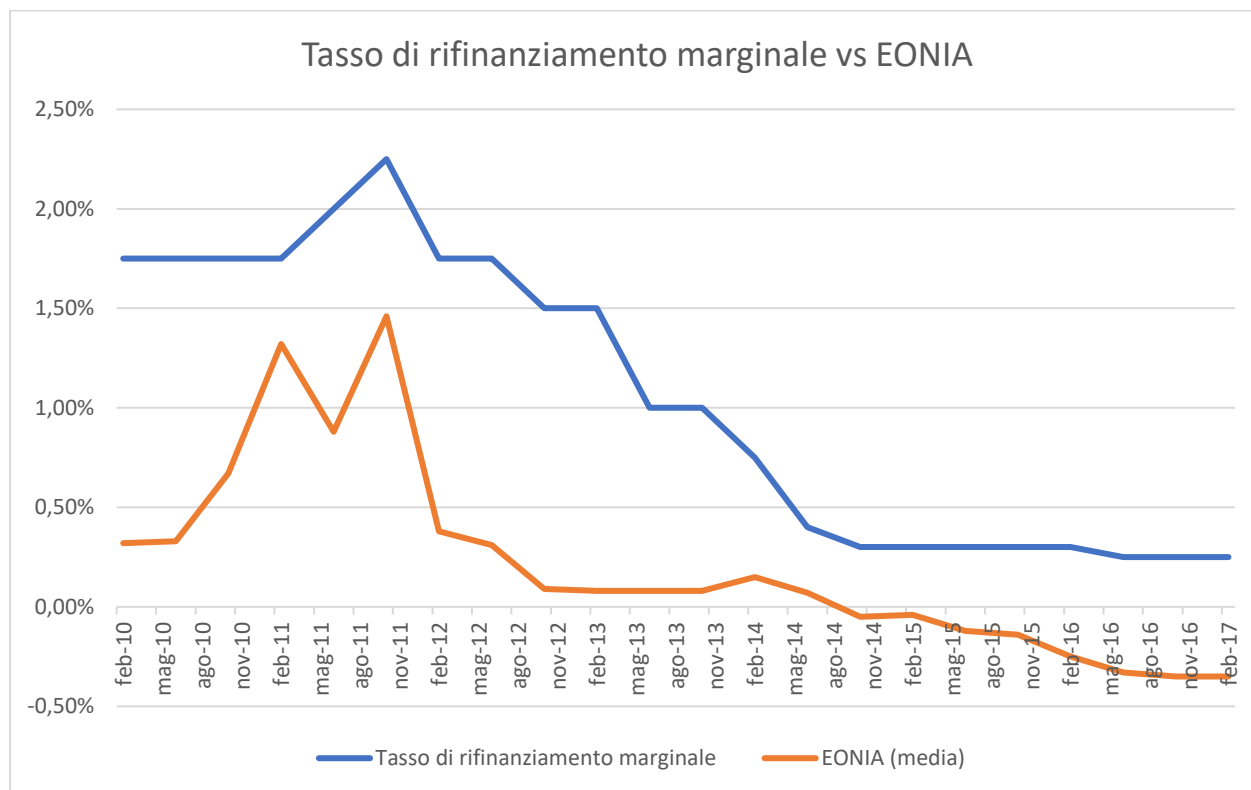


Figura 38²⁶³. Tasso di rifinanziamento marginale vs EONIA

²⁶¹ “L’aggregato monetario M3 è il più ampio e comprende le banconote, le monete in circolazione, le attività finanziarie che possono svolgere il ruolo di mezzo di pagamento, ossia i depositi in conto corrente, depositi con scadenza prestabilita fino a due anni, i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi, le quote o partecipazioni nei fondi comuni monetari, le operazioni pronti contro termine e le obbligazioni bancarie con scadenza fino a due anni.” Da “M1, M2, M3”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani. [http://www.treccani.it/enciclopedia/m1-m2-m3 %28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/m1-m2-m3_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)

²⁶² Dati disponibili su “Statistical data warehouse”, European Central bank. <http://sdw.ecb.europa.eu/>

²⁶³ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Advise only” <https://www.adviseonly.com/blog/capire-la-finanza/abc-finanza/abcfinanza-cosa-sono-eonia-euribor-tasso-marginale-e-tasso-sui-depositi/>

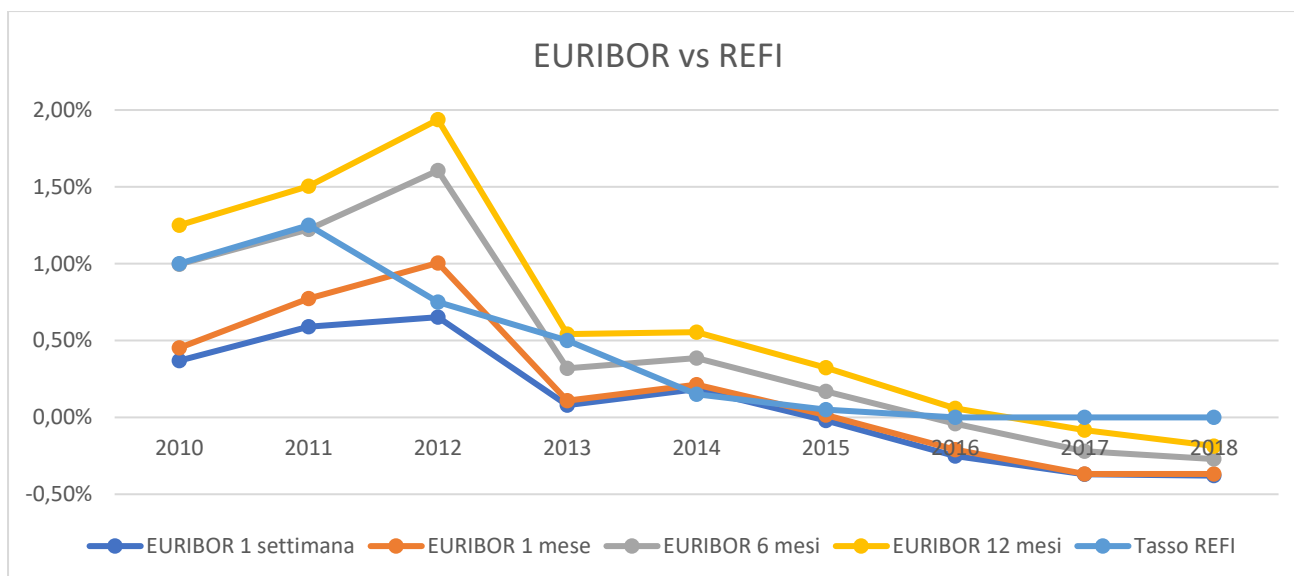


Figura 39²⁶⁴. Tassi Euribor e REFI

Il progressivo allentamento degli oneri ai quali le banche devono sottostare per ottenere finanziamenti implica che le stesse, avendo più risorse a disposizione e potendole ottenere più facilmente, siano più accomodanti nel concedere prestiti sia ai privati che alle aziende. Questa assunzione è direttamente verificabile con l'importante riduzione dei tassi applicati per l'acquisto di immobili e per quelli applicati su prestiti concessi alle aziende della durata compresa tra 1 e 5 anni. La media dei primi, calcolata tra tutti i Paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea, è passata da un picco del 3,93% nel 2013 ad un valore più che dimezzato di 1,51% nel 2018. Le principali economie europee ne hanno tratto considerevole beneficio. Italia e Francia hanno subito in particolare una notevole diminuzione se rapportata ai picchi del 4% (e oltre nel caso italiano) raggiunti nel 2012. La Germania ha goduto di un trend di riduzione assai netto dal 2010, anno in cui il Paese aveva i tassi più alti tra le economie considerate, risultando anch'essa quindi premiata dalle politiche della BCE.

Per quanto riguarda i tassi sui prestiti alle aziende, anche in questo caso la media europea registra una netta diminuzione passando da un 3,93% del 2013 ad un 1,51% attuale. La Spagna vede migliorarsi considerevolmente le condizioni di accesso al credito, con un tasso che passa da un 5,93% del 2013 ad un valore di 1,36% attuale. Anche le altre maggiori economie registrano un trend di diminuzione a partire dal 2013; con la Germania che ancora una volta registra un percorso pressoché netto di

²⁶⁴ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su "Euribor rates" <http://it.euribor-rates.eu/>

diminuzione dei tassi, soprattutto considerando il fatto che nel 2010 era l'economia, tra quelle considerate, in cui l'accesso al credito da parte delle aziende era maggiormente oneroso.

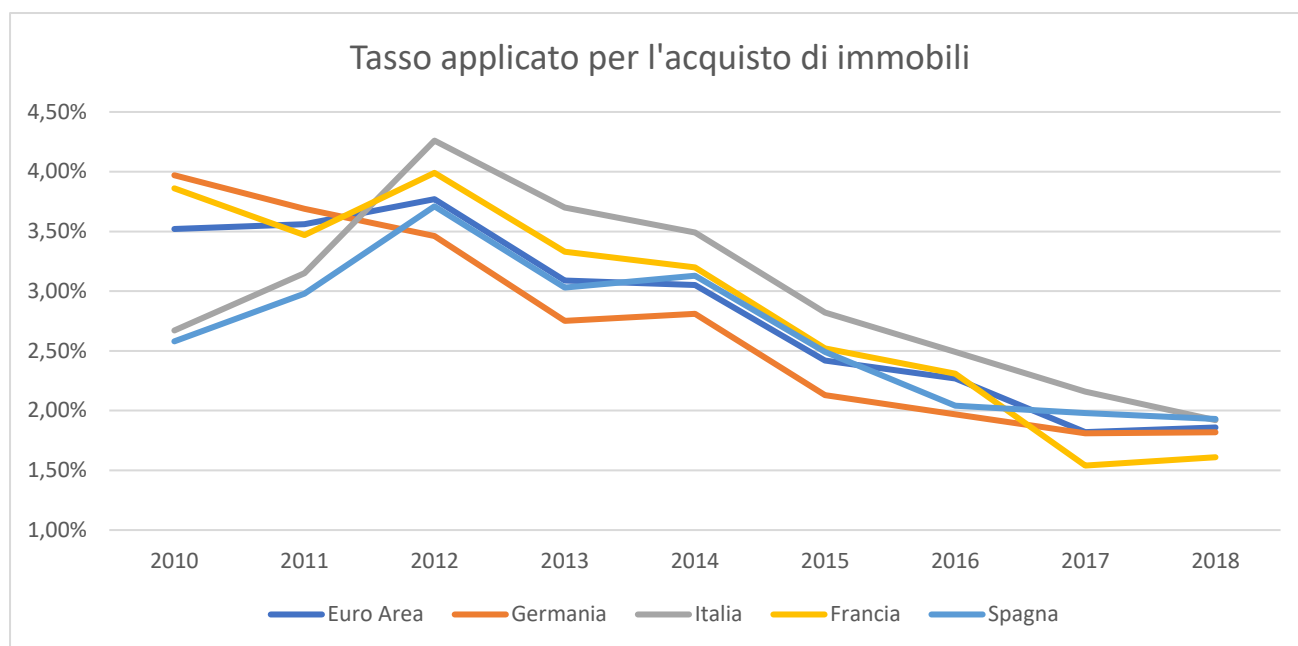


Figura 40²⁶⁵- Tasso applicato per l'acquisto di immobili

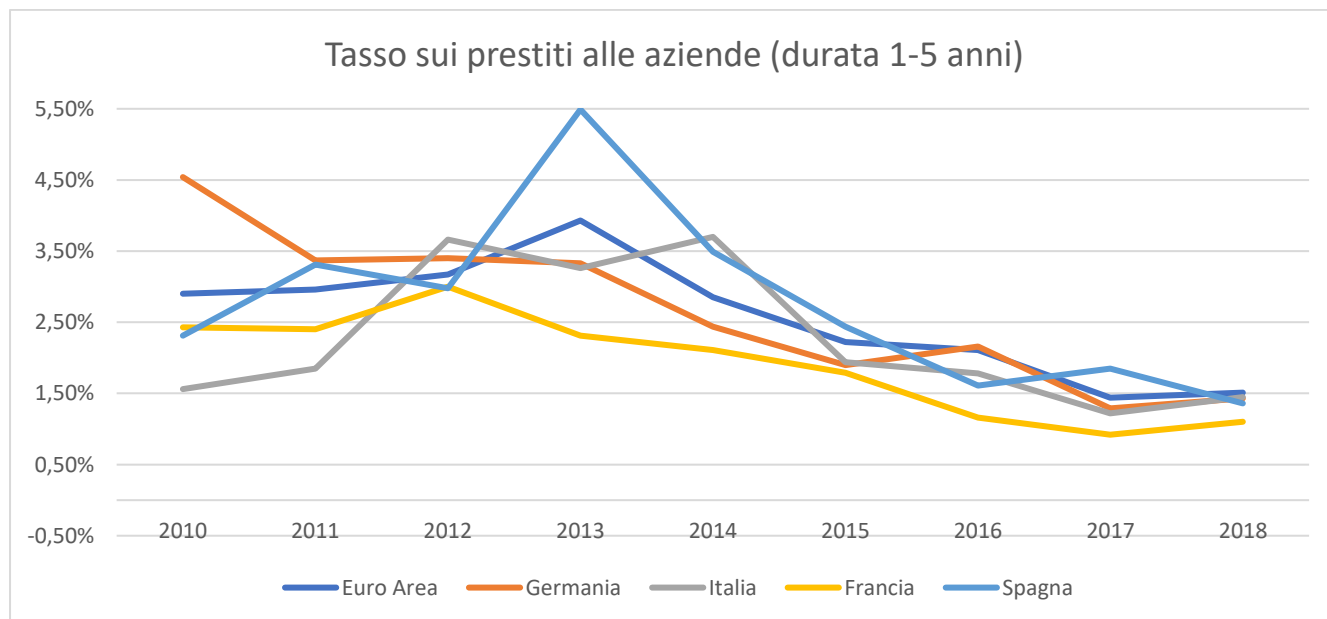


Figura 41²⁶⁶- Tasso sui prestiti alle aziende (durata 1-5 anni)

²⁶⁵ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su "Portale open data EU" <https://data.europa.eu/euodp/it/home>

²⁶⁶ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su "Portale open data EU" <https://data.europa.eu/euodp/it/home>

Il contraltare della diminuzione dei tassi applicati ai prestiti è l'inevitabile diminuzione dei tassi applicati sui depositi, per preservare il margine grazie al quale le banche ottengono i loro profitti. Un'ulteriore considerazione preliminare è che, in linea generale, vedendo i propri risparmi sempre meno remunerati, famiglie e imprese saranno maggiormente incentivati a consumare e investire, rispondendo così agli obiettivi inflazionistici e di crescita della BCE.

Colpisce la diminuzione della media europea dei tassi applicati sui depositi aziendali che, riflettendo anche l'andamento dei tassi delle maggiori economie, si è ormai attestata intorno allo 0,50%. Come detto in precedenza, anche Paesi quali Italia e Spagna che storicamente premiano i risparmi hanno subito questo fenomeno, e ciò dovrebbe in linea teorica far aumentare gli investimenti delle aziende di questi due Paesi. I bassi investimenti delle aziende italiane ad esempio sono da sempre considerati un problema per la crescita nazionale, soprattutto alla luce del fatto che sono le piccole-medie imprese, aventi quindi limitate risorse a disposizione, a costituire il tessuto economico italiano.

Il discorso fatto per le aziende si può parimenti applicare per le famiglie, che hanno visto i loro risparmi venire sempre meno remunerati in tutta Europa, specialmente in Spagna, paese particolarmente colpito dalla crisi e dove gli sforzi per far ripartire consumi e investimenti appaiono consistenti. L'effetto collaterale maggiormente criticato della diminuzione dei tassi è la penalizzazione dei risparmiatori, soprattutto in Italia e Germania, che si sono visti obbligati a investire in attività finanziarie di vario tipo, piuttosto che depositare i propri risparmi in banca.

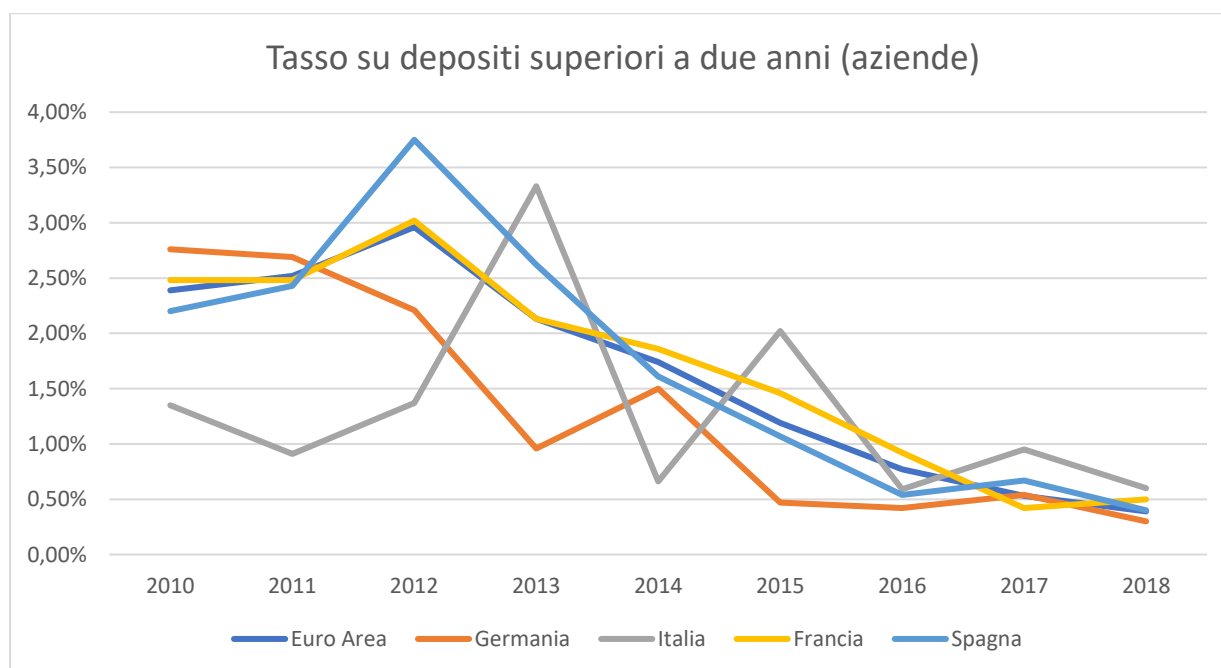


Figura 42²⁶⁷ - Tasso sui depositi superiori a due anni (aziende)

²⁶⁷ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.europa.eu/euodp/it/home>

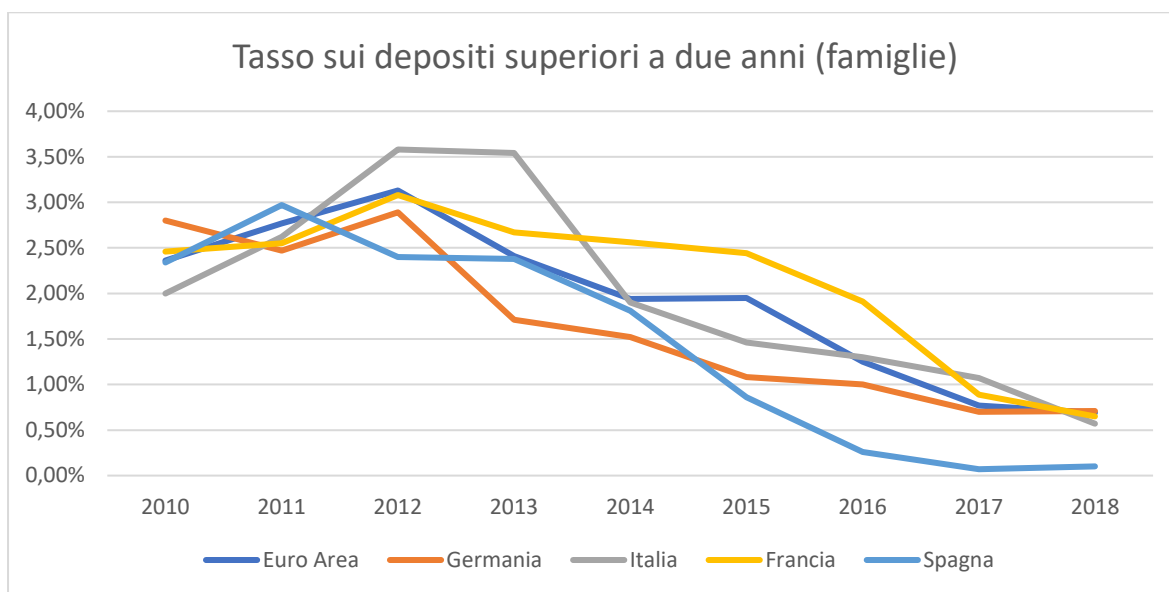


Figura 43²⁶⁸. Tasso sui depositi superiori a due anni (famiglie)

3.2.2 L'impatto sugli asset

L'impatto sugli asset finanziari è diventato intenso e consistente con il lancio del "Quantitative easing", portando in un biennio il valore complessivo degli asset a bilancio della BCE da poco più di 2000 a circa 4500 miliardi di euro. Questo dato numerico riflette chiaramente le intenzioni dell'Autorità monetaria di diventare un attore attivo nei mercati per ripristinarne le condizioni e ridare slancio all'Eurozona. Infatti, proprio nel biennio considerato, contestualmente al valore degli asset a bilancio aumenta considerevolmente anche la quota detenuta di titoli europei che raggiunge il 60% nel 2017. In altre parole, più della metà delle attività della BCE è rappresentata da titoli europei. Di questi titoli europei, la maggior parte è acquistata per obiettivi di politica monetaria, segno del ruolo attivo e delle enormi risorse messe in campo dalla BCE. Come è prevedibile attendersi, all'enorme quantità di titoli acquistati dal 2015 si aggiunge una contemporanea caduta verticale del rendimento dei bond governativi degli Stati europei a 10 anni che nel 2017 tocca la cifra record di 0,86%, rispetto a valori che prima del 2013 erano superiori al 4%. Grazie al meccanismo descritto anche per il Giappone²⁶⁹, una diminuzione del rendimento dei bond governativi dovrebbe influenzare verso il basso il rendimento degli altri titoli di debito dei mercati finanziari, rendendo più facile l'accesso al credito e stimolando quindi gli investimenti. Infatti, ciò avviene nell'Eurozona che dal 2014 registra continui

²⁶⁸ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.europa.eu/euodp/it/home>

²⁶⁹ Si veda 2.2.2.

tassi annuali di crescita positivi degli investimenti in capitale fisso. Italia e soprattutto Grecia sembrano beneficiarne, passando dal periodo pre-2013 contraddistinto da anni a crescita negativa, ad una nuova fase iniziata nel 2015 con tassi di crescita positivi e importanti nel caso ellenico.

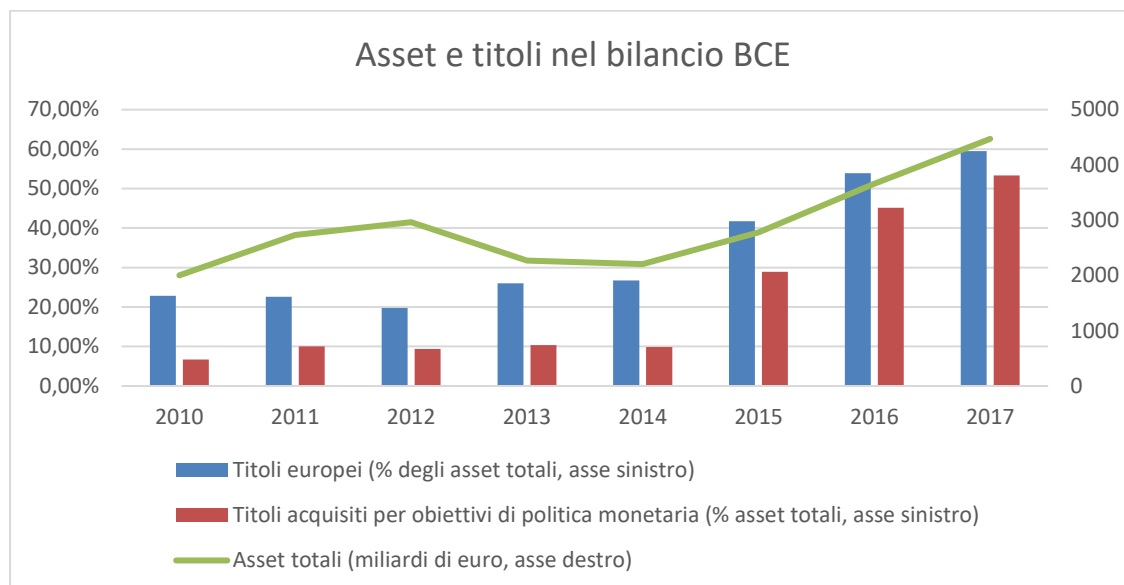


Figura 44²⁷⁰- Asset e titoli nel bilancio BCE

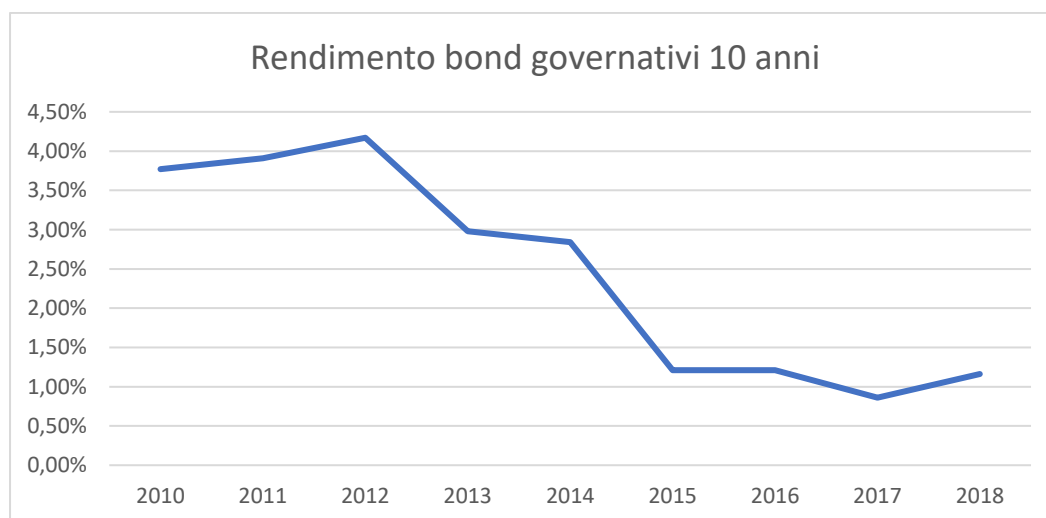


Figura 45²⁷¹- Rendimento bond governativi 10 anni

²⁷⁰ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su: <https://www.ecb.europa.eu>

²⁷¹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

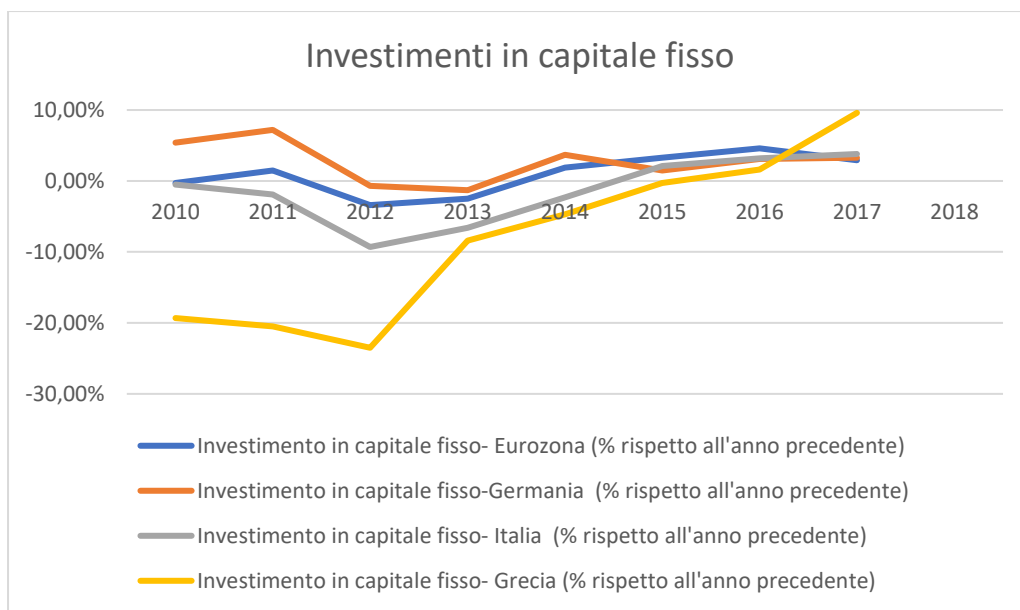


Figura 46²⁷²- Investimento in capitale fisso

Sul fronte titoli di Stato, i “PIIGS” hanno assistito ad un finanziamento crescente del loro debito da parte delle rispettive Banche Centrali nazionali (che acquistano per conto della BCE). Notevole è il caso irlandese in cui dopo il 2012 la Banca Centrale e i maggiori istituti di credito nazionale hanno iniziato a detenere più di un terzo del debito della (ex) tigre celtica. Altro paese rilevante è sicuramente il Portogallo la cui Banca Centrale deteneva meno dell’1% del debito prima del 2013, arrivando invece dopo il 2015 a detenere quote via via crescenti che hanno toccato il 17% nel 2017. Discorso analogo si può fare per la Spagna che nel 2017 aveva il 18,20% del proprio debito detenuto dalla propria Banca Centrale, a fronte di percentuali molto basse prima del 2015. Anche le economie più forti dell’Area Euro, Francia e Germania, hanno parimenti goduto delle politiche espansive della BCE. I teutonici in particolare nel biennio 2013-2014 non facevano detenere neanche un euro del proprio debito alla Banca Centrale; nel 2017 la percentuale detenuta invece è del 15,90%. A fronte di tutti questi dati, è evidente che l’impegno della BCE sul fronte dei titoli di Stato ha aiutato considerevolmente i Paesi in difficoltà, come anche le economie più forti. Inoltre, pare incoraggiante per instaurare un percorso di crescita duraturo la ripresa degli investimenti provocata da diversi fattori tra cui la riduzione notevole del rendimento dei titoli.

²⁷² Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

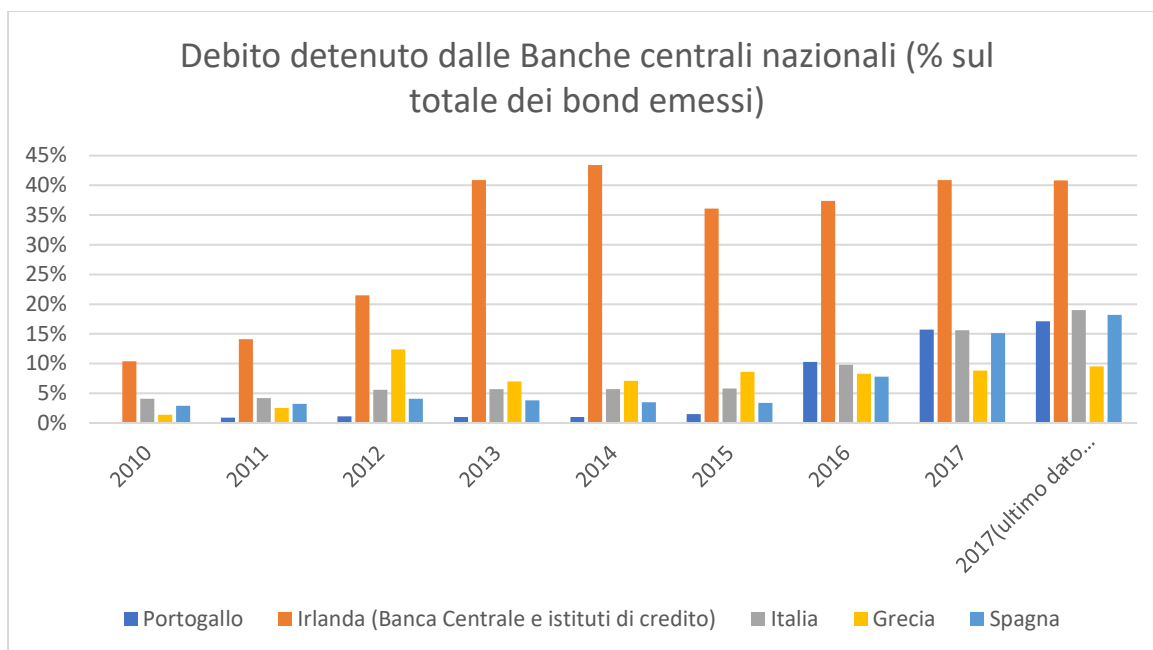


Figura 47²⁷³- Debito detenuto dalle Banche centrali nazionali

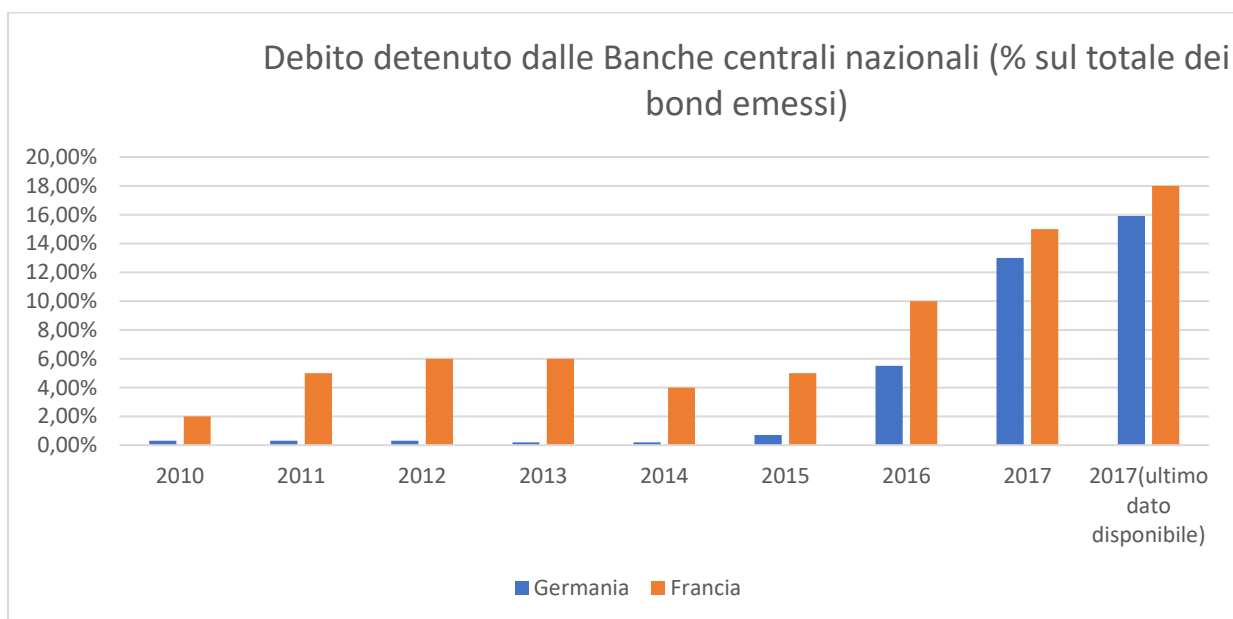


Figura 48²⁷⁴- Debito detenuto dalle banche centrali nazionali (Germania e Francia)

²⁷³ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Bruegel datasets” <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>

²⁷⁴ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>

Un altro effetto positivo delle politiche di Draghi è sicuramente la riduzione del cosiddetto “spread”²⁷⁵ per molte economie europee ed in particolare questo fenomeno riguarda quei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi del debito, quali Italia, Spagna e Grecia. Quest’ultima vede il proprio altissimo differenziale venir abbattuto di anno in anno toccando quota 368 punti di base nel maggio 2018. Tale valore resta comunque alto, ma è incoraggiante se paragonato al picco di 889 punti toccato nel 2015. Spread più bassi implicano una percezione di minor rischio da parte degli investitori internazionali che saranno più propensi a investire in titoli dello Stato, finanziando così il debito.

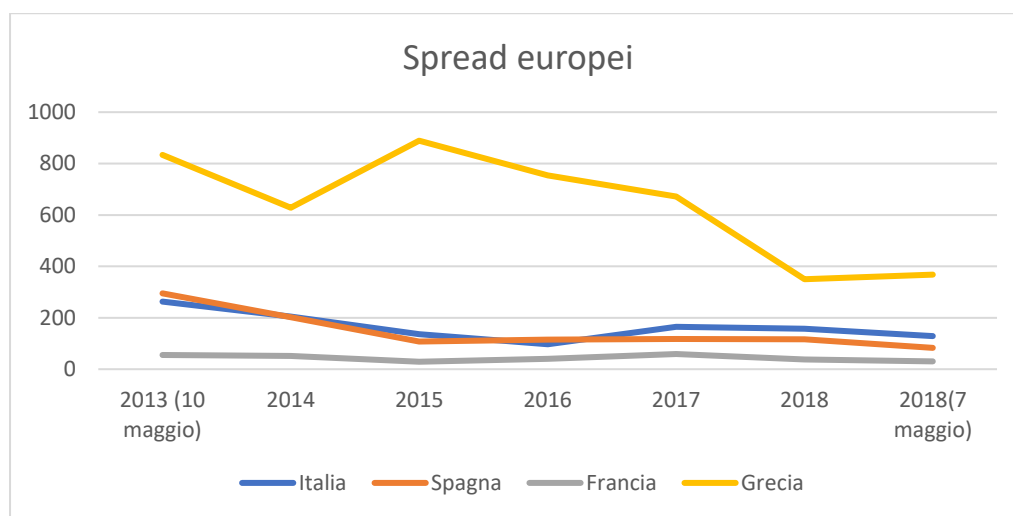


Figura 49²⁷⁶. Spread europei

3.2.3 L’impatto sul tasso di cambio

Ferma restando la difficoltà di quantificare l’impatto della politica monetaria su variazioni del tasso di cambio²⁷⁷, il dato che balza all’occhio è la significativa riduzione del cambio euro/dollaro che si registra a partire dal 2015, anno del “Quantitative Easing”. In teoria ciò dovrebbe stimolare gli export europei verso gli Stati Uniti, tuttavia essi a partire dal 2015 presentano un andamento altalenante con un tasso di crescita negativo proprio nel 2016, anno che è stato problematico sotto molti aspetti anche

²⁷⁵ “Lo spread è la differenza tra il rendimento di un titolo decennale di un determinato paese dell’Eurozona e quello omologo del Bund tedesco, preso come punto di riferimento perché considerato il titolo del debito sovrano più sicuro del blocco a 19. Si misura in punti base”. Da “Cos’è lo Spread e come si calcola”, Wall street Italia. <http://www.wallstreetitalia.com/guide/capire-lo-spread/cose-lo-spread/>

²⁷⁶ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su “Ycharts” <https://ycharts.com/indicators/> (dati di inizio anno, tranne che per le indicazioni tra parentesi)

²⁷⁷ Si veda 1.7.3 e 2.2.3.

per l'economia nipponica. Questo andamento tuttavia deve tener conto del fatto che contestualmente sono notevolmente aumentate le esportazioni tra gli stessi Stati membri. Nel 2015 la Repubblica Ceca esportava in Germania il 32% dei propri prodotti, l'Austria il 29%, l'Ungheria il 28% e la Polonia il 25%, mentre il Portogallo esportava il 25% dei propri beni in Spagna²⁷⁸. In generale, gli export europei hanno ripreso vigore facendo segnare tassi di crescita positivi dopo un 2013 incerto, anche se non ancora all'altezza del boom registrato nel 2010. L'impressione anche in questo caso è che sia stato il "Quantitative Easing" del 2015, tra tutte le fasi di politica monetaria, a dare l'imprinting decisivo per rimettere in moto vari aspetti dell'economia europea.

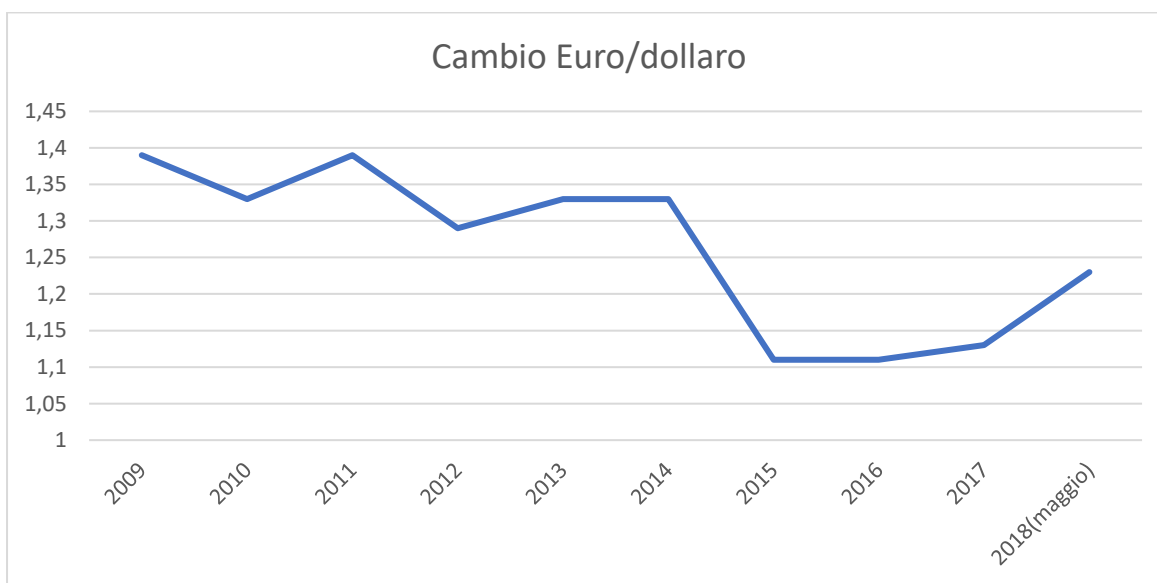


Figura 50²⁷⁹- Cambio euro/dollaro

²⁷⁸ Si veda "I partner commerciali principali dell'UE nel 2015: gli USA per l'export, la Cina per l'import-
Ma, secondo i dati Eurostat, gran parte degli scambi avvengono tra gli stati membri. La Germania primo importatore ed esportatore dell'Unione. UK vende per lo più fuori dall'Europa"
http://www.businesscommunity.it/m/20160413/fare/I_partner_commerciali_principali_dell_UE_nel_2015_gli_USA_per_l_export_la_Cina_per_l_import.php

²⁷⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su "Ofx" <https://www.ofx.com/en-au/forex-news/historical-exchange-rates/yearly-average-rates/>

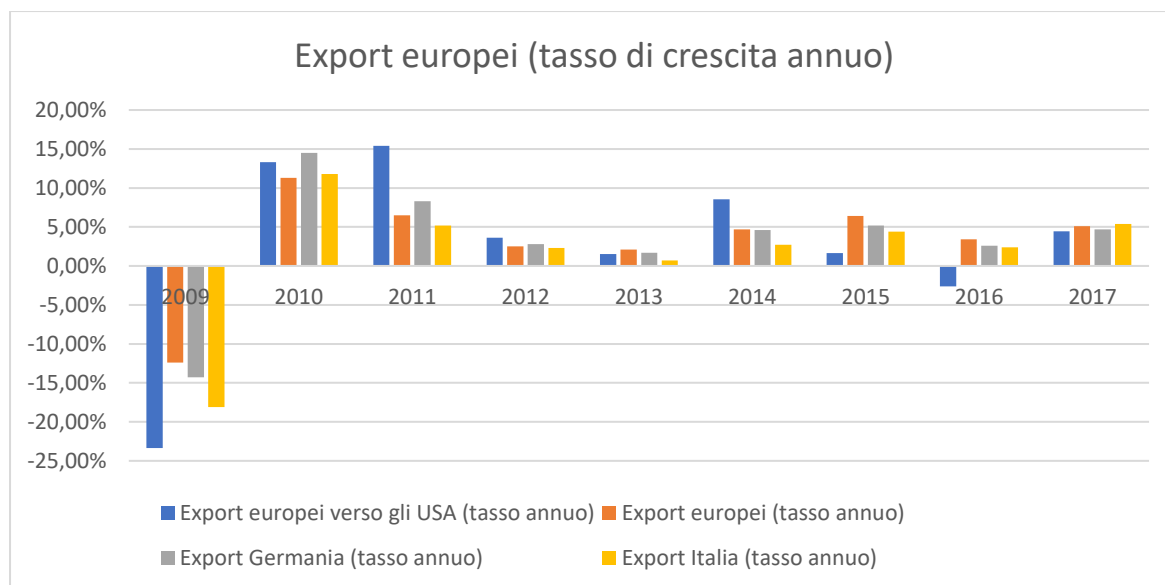


Figura 51²⁸⁰. Export europei

3.2.4 L'impatto sulle aspettative

Per calcolare l'impatto che le politiche monetarie dell'Unione Europea hanno sulle aspettative degli attori economici, uno strumento utile è rappresentato dal "Survey of Professional Forecasters" (abbreviato SPF). Si tratta di un questionario trimestrale, erogato dalla BCE a circa 50 istituzioni finanziarie e imprese sparse nell'Area Euro, riguardante le previsioni su diversi orizzonti temporali di variabili quali l'inflazione, il PIL reale e la disoccupazione. I dati di seguito analizzati si riferiscono al questionario consegnato il primo trimestre dell'anno. Considerando l'indagine condotta nel 2014, si notano valori inflazionistici attesi inferiori rispetto alle aspettative dell'anno precedente, e i rispondenti hanno indicato come cause l'abbassamento dei prezzi delle commodity, l'apprezzamento dell'euro, la debolezza dell'economia europea e il mercato del lavoro²⁸¹. Tuttavia, rimane alta l'inflazione attesa di lungo periodo, 1,9%, segno della fiducia accordata alla BCE²⁸². I valori del PIL reale sono invece superiori su tutti gli orizzonti temporali rispetto a quelli attesi nell'indagine del 2013, segno che le imprese credono in una crescita non eclatante, ma costante. Rimane alto il tasso di disoccupazione atteso, che nelle previsioni scende sotto il 10% solo nel lungo periodo, dato che evidentemente riflette le debolezze strutturali del mercato del lavoro europeo.

²⁸⁰ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.census.gov/foreign-trade/>

²⁸¹ Si veda "Monthly bulletin- february", the European Central Bank, 2013, e "Monthly bulletin-february", the European Central Bank, 2014.

²⁸² Che fin dalla propria nascita ha come obiettivo il mantenimento di un tasso di inflazione vicino ma inferiore al 2%.

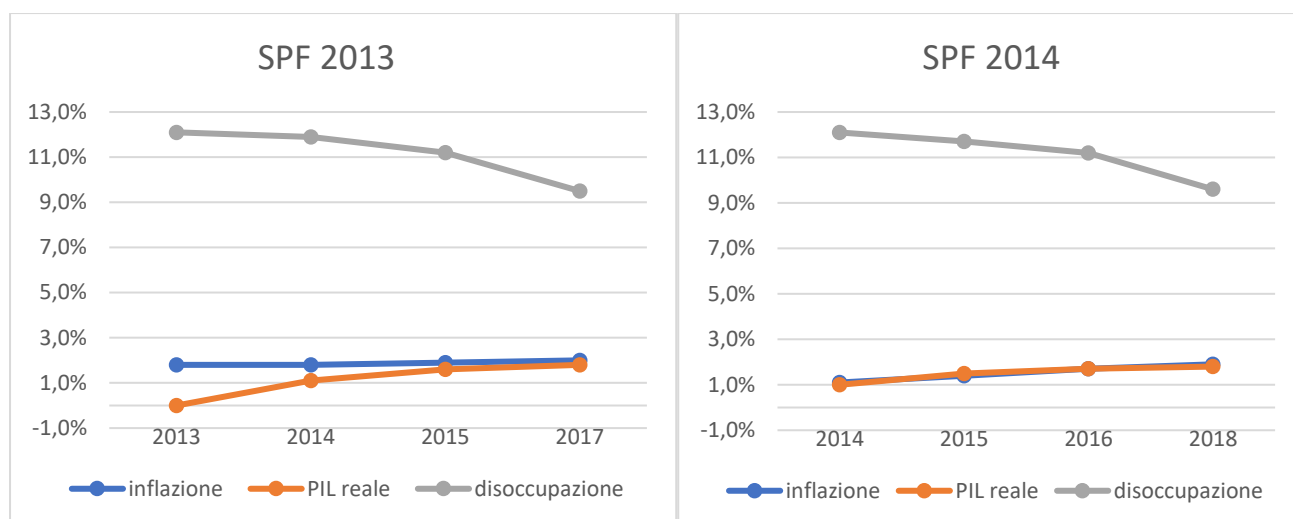


Figura 52²⁸³- Survey of professional forecasters, anni 2013, 2014

Anche l'indagine del 2015 mostra previsioni pessimistiche riguardanti l'inflazione attesa in quell'anno e la causa è ancora da ricercarsi nel prezzo del petrolio che si è notevolmente ridotto a partire da metà 2014. Le aspettative migliorano per gli anni successivi grazie al deprezzamento dell'euro e alla politica monetaria espansiva attesi²⁸⁴. Un ragionamento speculare si può attuare per l'inflazione attesa nell'indagine del 2016: nel breve periodo l'incremento previsto è assai modesto a causa dei bassi prezzi di petrolio ed energia, mentre per gli anni successivi la previsione si fa più ottimistica perché tiene conto della ripresa economica causata dalla politica monetaria²⁸⁵. Per quanto riguarda la crescita, nell'indagine del 2015 il basso dato atteso per l'anno corrente è spiegabile alla luce di fattori geopolitici creanti incertezza, quali la crisi in Ucraina. Escludendo questo fenomeno esogeno, le previsioni per gli anni successivi riflettono aspettative di crescita graduale e stabile, motivate dai rispondenti ancora una volta con il deprezzamento dell'euro e le politiche monetarie espansive. E tali aspettative di crescita si mantengono costanti su tutti gli orizzonti temporali nell'indagine del 2016, segno dell'efficacia della "forward guidance" della BCE. Per quanto riguarda la disoccupazione, nell'indagine del 2015 le percentuali rimangono ancora alte, e riflettono la scarsa credibilità accordata alle riforme strutturali dei vari governi europei, mentre nell'indagine del 2016 tendono ad abbassarsi, forse stimulate dalla crescita stabile percepita.

²⁸³ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html

²⁸⁴ "The ECB survey of professional forecasters", the European Central Bank, 2015.

²⁸⁵ "The ECB survey of professional forecasters", the European Central Bank, 2016.

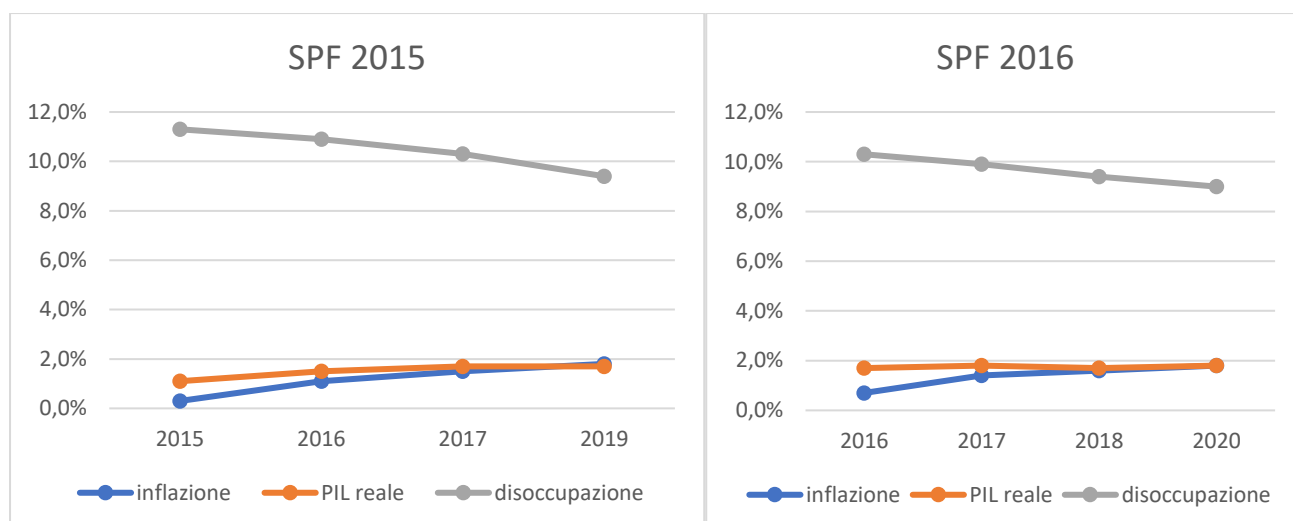


Figura 53²⁸⁶- Survey of professional forecasters, anni 2015, 2016

Sia l'indagine del 2017²⁸⁷ che quella del 2018²⁸⁸ riflettono un trend inflattivo atteso crescente, motivato dai crescenti prezzi del petrolio, ma anche dalla costante condotta di politica monetaria. In particolare, l'inflazione attesa di lungo periodo dell'indagine del 2018 tocca quota 1,9%, andando a realizzare pienamente l'obiettivo della BCE. Anche i segnali di crescita paiono incoraggianti in entrambe le indagini, con percentuali attese maggiori su tutti gli orizzonti temporali nell'indagine del 2018, in cui addirittura il tasso di crescita del PIL atteso per l'anno corrente tocca quota 2,3%. La disoccupazione attesa è probabilmente la variabile che più è cambiata in senso positivo nel corso di tutte le indagini esaminate. Se già infatti nell'indagine del 2017 la disoccupazione attesa è stabilmente al di sotto del 10% e scende sotto il 9% per i valori attesi nel 2019, nell'indagine del 2018 viene abbattuto anche il muro dell'8%, con valori del 7,6% e 7,5% per la disoccupazione attesa rispettivamente nel 2020 e 2022. Concludendo, si può affermare che la politica monetaria europea abbia contribuito ad ancorare positivamente le aspettative degli attori economici, con risultati importanti soprattutto per crescita e disoccupazione

²⁸⁶ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su

https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html

²⁸⁷ "The ECB survey of professional forecasters", the European Central Bank, 2017.

²⁸⁸ "The ECB survey of professional forecasters", the European Central Bank, 2018.

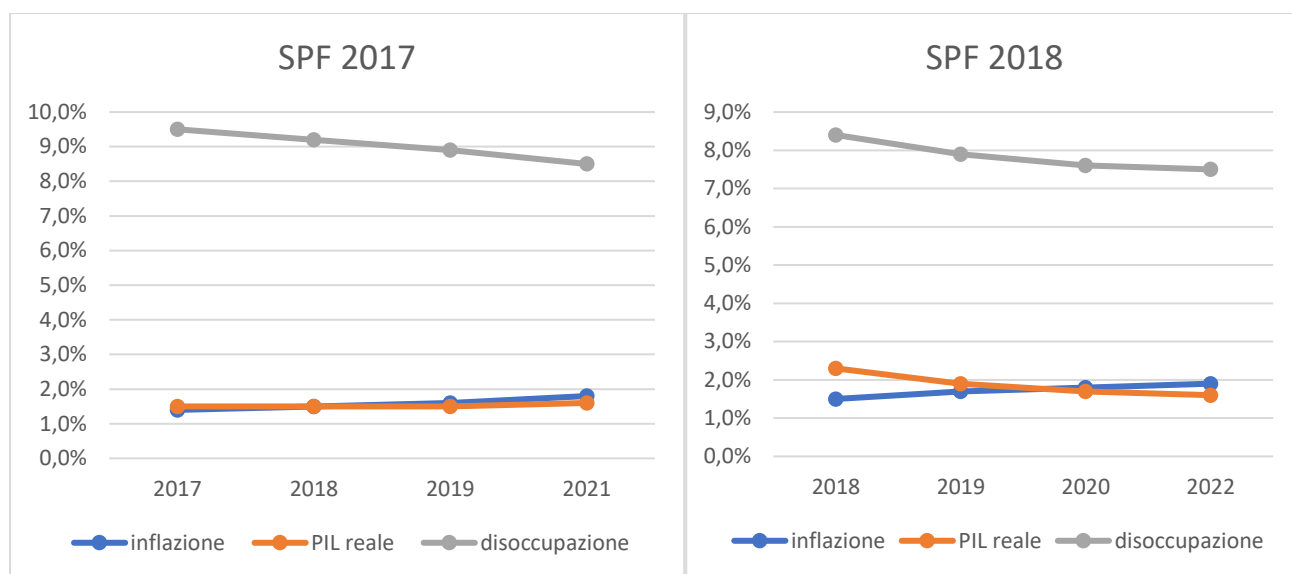


Figura 54²⁸⁹ - Survey of professional forecasters, anni 2017-2018

3.2.5 Domanda aggregata e inflazione

In questo paragrafo si analizzerà l’impatto che le politiche monetarie attuate sotto il governatorato Draghi hanno avuto, attraverso i vari canali di trasmissione analizzati nei paragrafi precedenti, sulla crescita, l’inflazione e le altre variabili macroeconomiche ad esse collegate dell’Unione Monetaria Europea. Il 2015 è già stato definito in diverse occasioni un anno di svolta, e tale rimane anche per quanto riguarda la crescita del PIL europeo che intraprende un’avanzata ad un ritmo annuo superiore al 2%, andando a superare il valore complessivo di 9500 miliardi di euro nel 2017. Analizzando le principali economie, si evidenzia l’enorme crescita della Spagna, uno dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi, che si concretizza proprio a partire dal 2015 e con tassi superiori al 3%. Italia, Germania e Francia migliorano complessivamente la propria posizione rispetto al biennio 2012-2013, in cui l’economia italiana ha registrato una contrazione notevole in termini di crescita.

Il trend positivo di crescita è sostenuto da un altrettanto importante aumento della spesa per consumi delle famiglie. Dopo un triennio difficile, in cui solamente Germania e Francia mantengono una spesa per consumi positiva, nel 2014 si cominciano ad avere i primi segnali di ripresa che vengono amplificati ancora una volta nel 2015. Economie come Italia e Spagna che avevano fatto registrare

²⁸⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/index.en.html

tassi negativi vicini al -4% nel 2012 iniziano a consumare in maniera crescente andando così ad alimentare la crescita. Francia e Germania che non erano mai state veramente in crisi incrementano ulteriormente la rispettiva spesa per consumi.

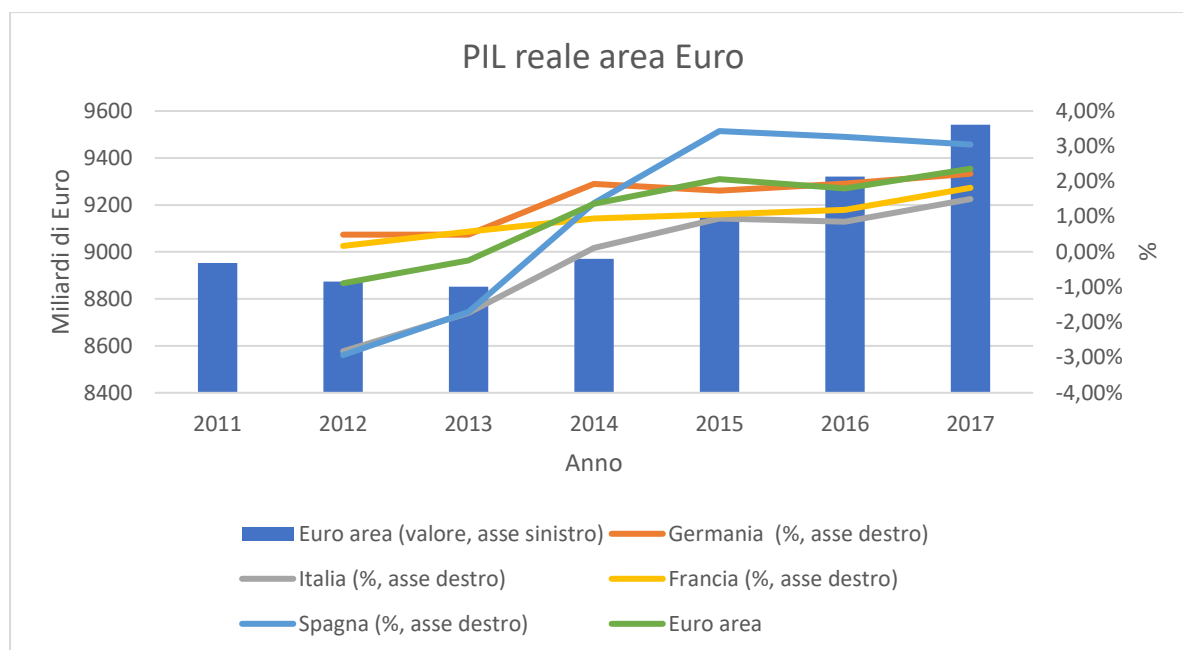


Figura 55²⁹⁰- PIL reale Area Euro

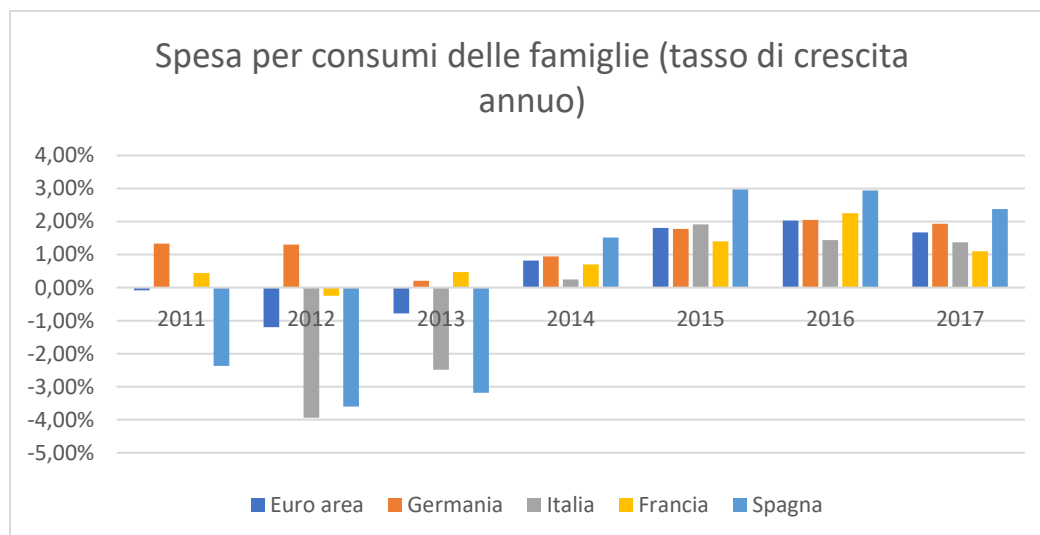


Figura 56²⁹¹- Spesa per consumi delle famiglie

²⁹⁰ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

²⁹¹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

Sul fronte inflazionistico appare evidente che l'unico Paese a presentare un trend stabile è la Germania, che anzi dal 2012 registra un tasso annuale di inflazione "core" stabilmente sopra 1,20%, toccando quota 1,42% nel 2017. La situazione per gli altri Paesi appare invece diversa. L'Italia riesce a superare quota 2% nel 2011, ma negli anni successivi inizia una graduale discesa che nemmeno il "Quantitative easing" riesce a frenare. L'inflazione "core" italiana è stabilmente al di sotto del 1% dal 2014, anche se non ha ancora raggiunto livelli così bassi da risvegliare gli spettri della deflazione. Lo stesso discorso lo si può applicare alla Francia, Paese che ha visto un trend di netta diminuzione del proprio tasso di inflazione, senza tuttavia raggiungere livelli così bassi da far temere un'eventuale spirale deflazionistica. Il pericolo deflazionistico d'altra parte si è manifestato concretamente per l'economia spagnola nel 2014 che è passata ad un tasso di inflazione del -0,05% rispetto al 1,08% dell'anno precedente. In questo caso, il "Quantitative easing" sembra essere stato provvidenziale, dal momento che proprio dal 2015 l'inflazione "core" spagnola risale dal baratro con tassi annuali via via crescenti, distanziandosi definitivamente dalla zona rossa. In generale, nonostante il miglioramento della performance tedesca, e il salvataggio spagnolo, la BCE rimane ancora ben lontana dal raggiungimento di un tasso di inflazione al 2%. Infatti, la media del tasso inflazionistico annuale dei Paesi dell'Unione monetaria ha toccato solamente quota 1% nel 2017. Un ostacolo al raggiungimento dell'obiettivo è sicuramente rappresentato dall'eterogeneità delle politiche fiscali e del lavoro dei singoli Stati, tutti fattori che insieme alla politica monetaria concorrono a determinare il tasso di inflazione.

Per dare ulteriore senso ai dati inflazionistici, è opportuno analizzare la variazione annuale dei salari al fine di esaminare come cambia il potere d'acquisto dei cittadini negli Stati dell'Unione. Anche in questa circostanza la Germania è il Paese che ha una performance migliore, con i salari che tengono dietro all'inflazione e anzi, crescono più di essa nel 2015 e nel 2016 evidenziando il benessere di cui godono i cittadini tedeschi. L'Italia vive un momento buio nel 2011 e 2012 quando i salari si contraggono rispettivamente del -1,41% e del -3,28% a fronte di considerevoli incrementi inflazionistici. Fortunatamente, nel 2015 e 2016 i salari subiscono un modesto incremento, di poco superiore al tasso di inflazione. Un altro Paese che è stato seriamente in difficoltà è la Spagna che dopo il boom del 2009 (6,76%) ha visto i salari contrarsi considerevolmente per tre anni consecutivi a fronte di incrementi inflazionistici. La situazione è migliorata nel 2015 con un incremento dell'1%, superiore al tasso di inflazione. La Francia ha performato relativamente bene, facendo registrare l'unica contrazione nel 2011, l'anno della crisi del debito sovrano. Tuttavia, nel 2015 e 2016 l'incremento salariale è stato di gran lunga superiore rispetto all'inflazione, dato sicuramente positivo per l'economia francese. Nel caso dei salari appare dunque netta la cesura tra nord e sud Europa, con la BCE che ben poco può fare per appianare divergenze strutturali tra Paesi tra loro estremamente diversi.

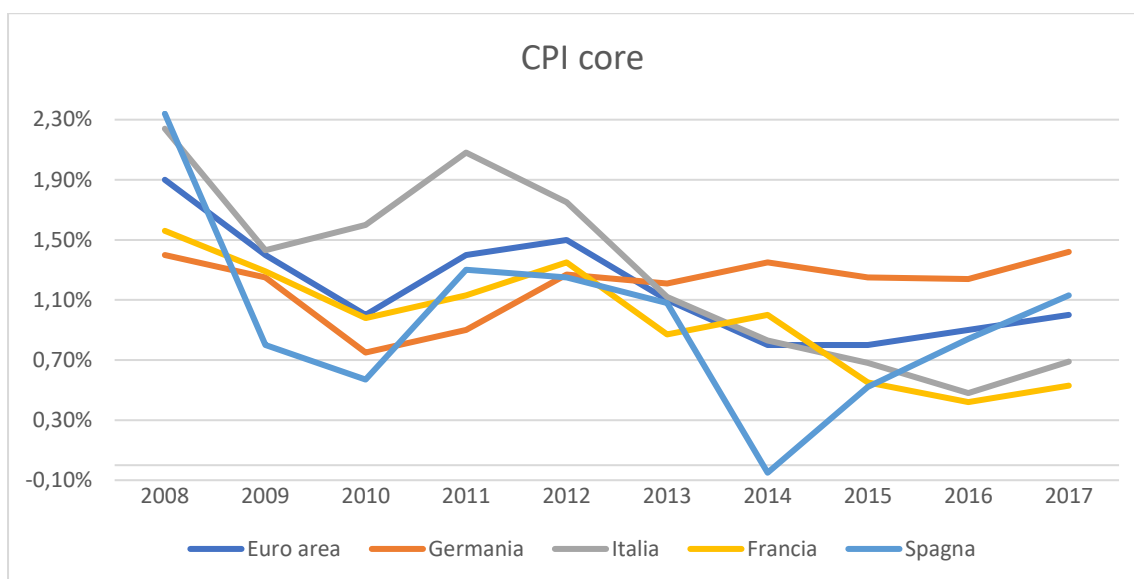


Figura 57²⁹²- CPI core Euro Area

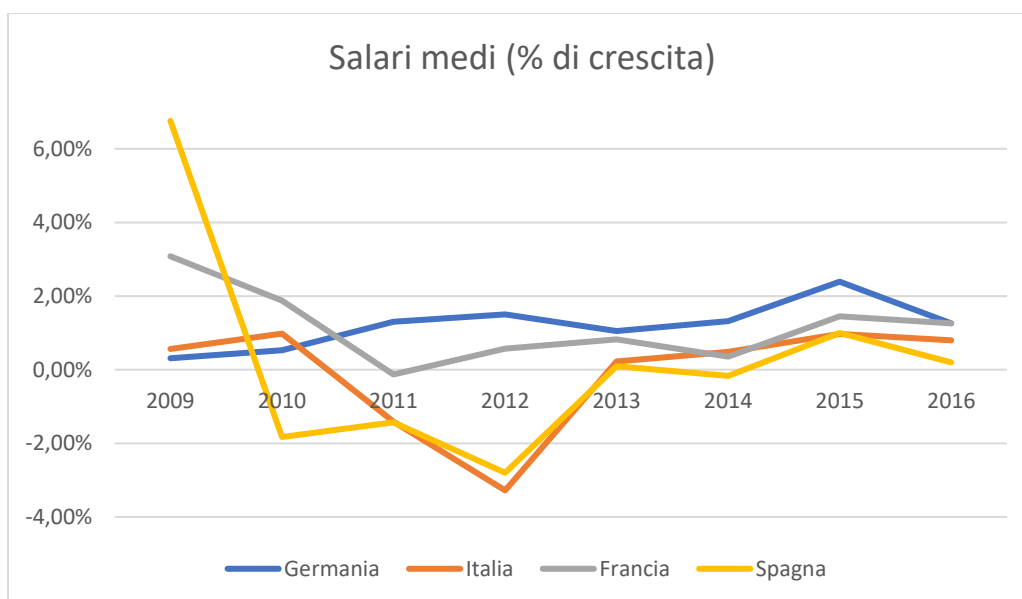


Figura 58²⁹³- Salari medi principali economie europee

I dati che maggiormente preoccupano sono quelli relativi alla disoccupazione, nonostante la media europea si sia abbassata fino a raggiungere quota 9,04% nel 2017 dopo aver raggiunto picchi del 12% intorno al 2013. Infatti, Paesi come la Spagna versano in situazioni critiche, anche se in miglioramento. L'economia iberica ha registrato tassi superiori al 20% per 5 anni, dal 2011 al 2015, arrivando a quota

²⁹² Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

²⁹³ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

26,09% nel 2013. Solamente nel biennio 2016-2017 si ha avuto un miglioramento, con il tasso che è sceso al 19,63% e al 17,22% rispettivamente; dati che comunque rimangono ben al di sopra della media europea. L'Italia ha visto un trend crescente che l'ha portata da quota 7,75% nel 2009 a quota 12,68% nel 2014. Gli anni successivi hanno registrato un leggero calo, ma comunque la disoccupazione rimane al di sopra della media europea. Nonostante un trend in leggero, ma in costante aumento, la Francia registra un tasso del 9,40% nel 2017 rimanendo sulla scia della media europea. La Germania d'altro canto riesce, a partire dal 2009, a ridurre progressivamente il proprio tasso di disoccupazione e raggiunge quota 3,75% nel 2017, dimezzando il valore del 2009. La situazione tedesca è in stridente contrasto con quella degli altri paesi, ed evidenzia chiaramente il distacco economico con le altre economie dell'Unione.

Si può ragionevolmente affermare alla luce dei dati che la politica monetaria BCE sia riuscita a ingenerare un percorso di crescita stabile per tutte le maggiori economie europee, che potrebbe stabilmente avviarsi a toccare quota 2% nel futuro se il trend continua nella direzione analizzata in precedenza. Minori effetti si sono avuti sul fronte inflazionistico, dove la BCE appare ancora ben distante dall'obiettivo del 2%. Nondimeno, le politiche di Draghi hanno scongiurato definitivamente il pericolo deflazione, riuscendo anche a tirar fuori da acque insidiose Paesi in difficoltà come la Spagna. I dati su salari e disoccupazione invece evidenziano una netta cesura tra nord e sud Europa, essendo dipendenti in misura maggiore dalle politiche interne piuttosto che dalla politica monetaria che su questi fronti riflette i propri limiti di azione. È altresì chiaro che la non implementazione di politiche interne volte ad arginare il fenomeno della disoccupazione rischia di attenuare, quando non addirittura di opporsi, l'effetto positivo sulla crescita delle politiche monetarie espansive.

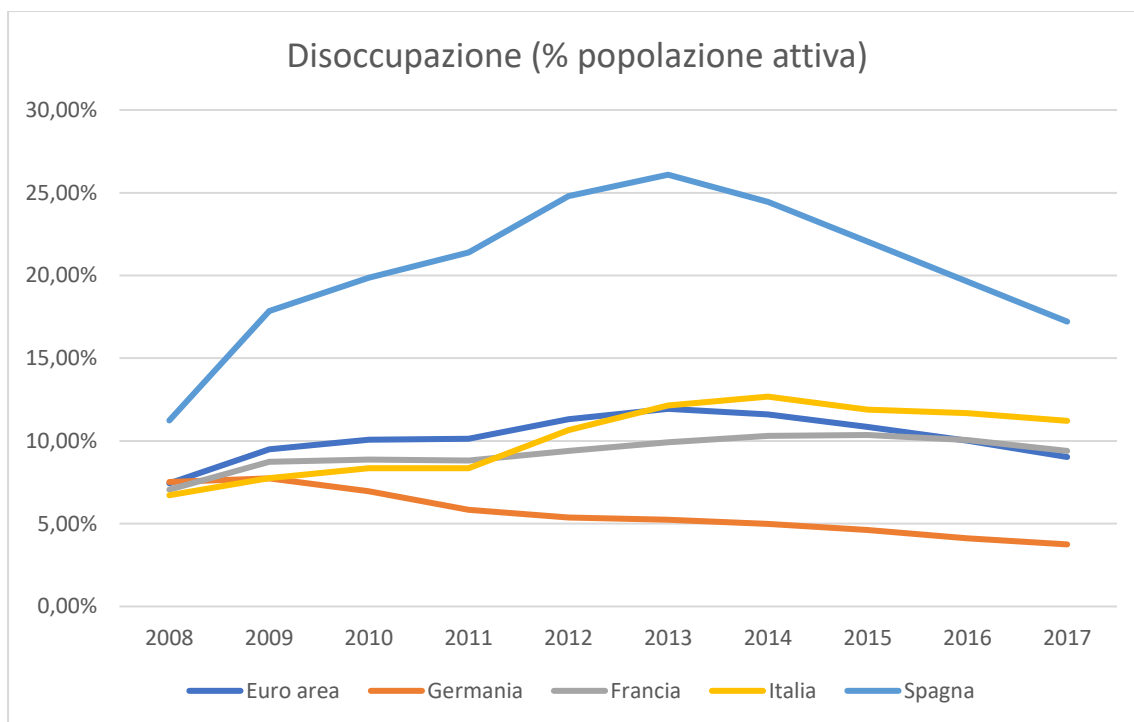


Figura 59²⁹⁴. Tasso di disoccupazione Euro Area

3.3 Conclusioni ai capitoli secondo e terzo

Il quinquennio monetario giapponese ed europeo si caratterizza per la sua espansività anticiclica, per la non ortodossia delle misure adottate, e per aver cercato di sanare in prima battuta i mercati finanziari che erano in notevole sofferenza. In Europa la crisi greca aveva dato adito a previsioni di scenari apocalittici con molti Stati costretti a dichiarare default, mentre il Giappone arrivava da decenni di crisi mai completamente risolti che nel 2009 avevano trascinato il Nikkei sotto gli 8000 punti. Considerate queste premesse, le misure monetarie adottate nei due sistemi economici si sono rivelate particolarmente efficaci nel ridare vigore ai mercati finanziari²⁹⁵.

²⁹⁴ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

²⁹⁵Per l'impatto della politica monetaria sui tassi dei mercati finanziari e sugli asset si veda 2.2.1 e 2.2.2, per il Giappone, 3.2.1 e 3.2.2 per L'Unione Europea.

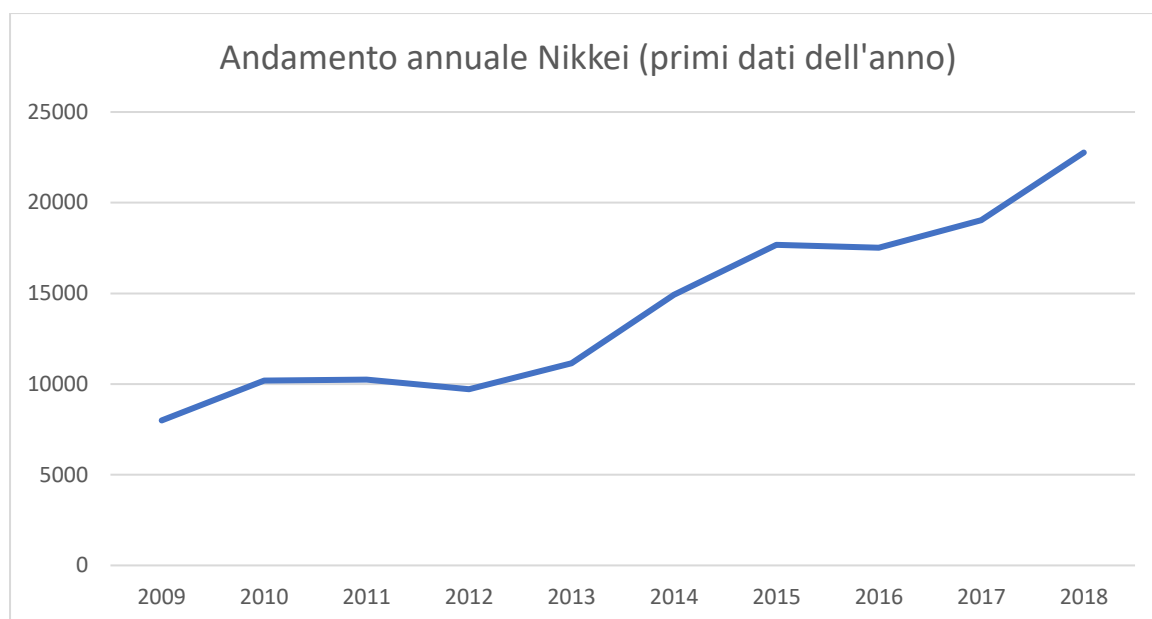


Figura 60²⁹⁶- Andamento annuale Nikkei (2009-2018)

D'altro canto, vi sono anche differenze sia nelle tempistiche che nelle modalità di implementazione delle politiche monetarie. Il Giappone aveva familiarità con il “Quantitative easing”, avendolo adottato nel quinquennio 2001-2006, e pertanto nel 2013 ha inaugurato il quinquennio di politiche monetarie espansive con una politica analoga a cui ha aggiunto un elemento qualitativo per ampliare lo spettro di titoli acquistati dalla Banca del Giappone. Del resto, fatta eccezione proprio per l'Unione Europea, le economie avanzate maggiormente colpite dal collasso finanziario del 2008 avevano reagito con prontezza. Gli Stati Uniti con Bernanke a capo della FED avevano inaugurato il “Quantitative easing” nel novembre del 2008, la Bank of England nel marzo 2009²⁹⁷. La Banca Centrale Europea invece ha lanciato il suo “Quantitative easing” solamente nel 2015, restando molto prudente in materia di politica monetaria fino al 2013 e preparando il terreno con operazioni più tiepide, quali quelle di rifinanziamento. Gli anni delle due crisi, la crisi finanziaria e quella del debito sovrano, sono stati invece caratterizzati da misure di politica economica pro-cicliche per cercare di ridurre il deficit dei Paesi dell'Europa del Sud, nel timore che dichiarassero in massa insolvenza sul debito. Politiche fiscali e monetarie restrittive tuttavia hanno avuto come effetto principale quello di acuire le debolezze dell'economie del Sud Europa²⁹⁸. La ragione del ritardo e della prudenza delle politiche europee è da

²⁹⁶ Fonte: Rielaborazione di dati tratti da “Macrotrends” <http://www.macrotrends.net/2593/nikkei-225-index-historical-chart-data>

²⁹⁷ Per la programmazione dettagliata del “Quantitative easing” di Stati Uniti e Regno Unito si veda “Quantitative easing around the world: lessons from Japan, UK and US”, The Guardian <https://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/Quantitative-easing-around-the-world-lessons-from-japan-uk-and-us>

²⁹⁸ Per una trattazione più dettagliata della situazione europea si veda l'introduzione

imputare principalmente all'influenza politica esercitata dallo Stato egemone dell'Unione Europea: la Germania. È opinione condivisa da diversi scienziati politici, tra cui Bulmer, che durante gli anni della crisi la Germania abbia preferito aderire e far valere il proprio principio di ordoliberalismo (dottrina socioeconomica in cui lo Stato fornisce un framework legale funzionale alla perfetta concorrenzialità dei mercati) piuttosto che promuovere politiche europee maggiormente interventiste²⁹⁹. Nel 2014 Christian Odendhal, economista capo del Centre for European Reform, imputava il ritardo nell'attuazione del "Quantitative easing" proprio alla ingerenza della Bundesbank tedesca³⁰⁰. L'economista lamenta anche il fatto che la Banca Centrale Europea sia di fatto modellata a immagine della Bundesbank tedesca³⁰¹. La BCE possiede pertanto forti meccanismi prudenziali e un mandato che si limita a contemplare come obiettivo la sola stabilità dei prezzi, laddove invece altre Banche Centrali (come la FED) hanno tra i propri obiettivi di mandato anche la riduzione della disoccupazione. Inoltre, il peso politico ed economico della Germania le avrebbe permesso di far valere le proprie opinioni circa eventuali espansioni monetarie. Nella visione tedesca, infatti, stimoli monetari eccessivi produrrebbero l'effetto negativo di far ritardare le riforme strutturali nei Paesi in difficoltà³⁰². Se l'ipotesi di Weidmann come futuro governatore della BCE dovesse concretizzarsi, e se gli attuali vincoli in materia di politica fiscale, comuni a tutti i Paesi dell'Unione Monetaria, rimanessero invariati lo scenario che si prospetta per i Paesi del Sud Europa non è dei migliori³⁰³.

In Giappone invece la situazione politica è radicalmente diversa. Dal 2013 il Jimintō di Abe è ininterrottamente al Governo, ottenendo una vittoria schiacciante alle ultime elezioni tenutesi nel 2017 alla fine di ottobre. La continuità politica ha permesso alla politica monetaria di seguire un percorso coerente e pienamente orientato verso gli obiettivi di politica economica dell'amministrazione Abe. Inoltre, il meccanismo di nomina di Governatore e vicegovernatori della Banca del Giappone ha consentito al premier giapponese di nominare Kuroda, un esponente della scuola deflazionista in linea con le idee sottostanti il programma di politica economica lanciato da Abe, l'Abenomics³⁰⁴. Un altro importante elemento che ha favorito la continuità e la coerenza della politica monetaria giapponese nell'ultimo quinquennio è certamente da ascrivere al fatto che il Governatore e i membri del "Policy Board" possono essere rieletti. È già stato più volte sottolineato come ciò non accada invece per la

²⁹⁹ Bulmer, S. 2014, "Germany and the Eurozone crisis: between hegemony and domestic politics", West European Politics

³⁰⁰ Odendhal, C. 2014, "The ECB is not the German central bank", Centre for European Reform

<http://www.cer.eu/insights/ecb-not-german-central-bank>

³⁰¹ Ibid.

³⁰² Ibid.

³⁰³ Scenario descritto in 3.1.3

³⁰⁴ Per il meccanismo di nomina del Governatore e dei vicegovernatori della Banca del Giappone si veda 1.4.1. Per una trattazione maggiormente dettagliata riguardo la scuola deflazionista si veda l'introduzione.

BCE; il che da un lato garantisce sulla carta maggiore indipendenza alla Banca Centrale, dall'altro tuttavia rischia di generare instabilità e cambiamenti radicali nella condotta della politica monetaria nel momento in cui venisse nominato un Governatore, come Weidmann, con idee radicalmente diverse da quello precedente.

Il confronto operato tra Giappone e Unione Europea ha evidenziato come i due sistemi economici, afflitti dagli stessi malanni, abbiano attuato politiche monetarie concettualmente simili nella loro vocazione espansiva. I risultati ottenuti (che verranno discussi nel capitolo quarto) sembrano suggerire un modo di condurre la politica monetaria per arginare deflazione e bassa crescita, che si potrebbe applicare per ogni sistema economico avanzato. D'altro canto, il raffronto nippo-europeo ha messo a nudo importanti differenze nelle tempistiche e nelle modalità di implementazione delle politiche monetarie da parte delle due Banche centrali, dovute principalmente a ragioni di carattere politico. Questo fatto suggerisce che allo stato attuale l'integrazione politica europea non risulti particolarmente efficace nel promuovere azioni di politica monetaria coese e rapide rispetto ad altri Paesi, come il Giappone, in cui la situazione politica è maggiormente stabile. Il noto economista Joseph Stiglitz, premio Nobel nel 2001, ha proprio indicato nella scarsa integrazione politica, e nella conseguente mancanza di riforme istituzionali della struttura dell'Unione monetaria, il principale motivo di fragilità dell'euro³⁰⁵. Per migliorare l'efficienza della propria politica monetaria, e quindi per contribuire a ingenerare percorsi di crescita in ciascun Stato membro, l'Unione Europea dovrà interrogarsi sulla volontà e sulle modalità attraverso cui raggiungere maggior integrazione e inclusione politica, prendendo magari come esempio certi aspetti del Giappone. In tal senso, ci si potrebbe ispirare all'assetto legale della Banca del Giappone che consente un maggior dialogo e unità di intenti tra Autorità politiche e Banca Centrale.

³⁰⁵ Stiglitz, J. E. 2016, "The Euro- How a common currency threatens the future of Europe"

Capitolo quarto

Risultati e Conclusione

4.1 Discussione dei risultati analizzati per la politica monetaria giapponese

Se si considera l'operato della Banca del Giappone nei cinque anni analizzati, non è difficile riconoscerne la pragmaticità dell'operato. Infatti, il massiccio acquisto di titoli di debito governativi, combinato alla riduzione del tasso di policy, che ha quindi spinto decisamente verso il basso tutti i tassi bancari, è coerente con la teoria dell'"helicopter money" del padre del monetarismo, Milton Friedman. Nella sua formulazione letterale, Friedman affermava provocatoriamente che si sarebbe potuto "regalare" denaro ai cittadini lanciandolo da un elicottero per far ripartire inflazione e domanda aggregata; una misura però da adottare come *estrema ratio*³⁰⁶. Fuor di metafora, la teoria di Friedman suggerisce che un modo per placare crisi deflattiva da domanda interna sia riuscire a immettere nell'economia reale moneta creata dalla Banca Centrale tramite acquisto di titoli di debito statale o mediante la riduzione delle imposte. Come visto nel caso dell'imposta sui consumi, quest'ultima eventualità non si è verificata e dunque l'unico canale di trasmissione è stato creato dalla Banca del Giappone. Contemporaneamente, si è assistito ad una massiccia presenza dell'Autorità monetaria sui mercati, sia in veste di *arbiter* che, portando i rendimenti dei bond a 10 anni ai minimi storici, ha influenzato i rendimenti di tutte le attività finanziarie, sia come vero e proprio investitore istituzionale che ha progressivamente detenuto attività quali gli ETFs, arrivando ad essere uno shareholder importante di diverse grandi aziende nipponiche. Questo ruolo, insieme interventista e regolatore, è in linea con una visione keynesiana della Banca che supplisce, regola e corregge i mercati intrinsecamente fragili e instabili, così come postulato da Hyman Minsky³⁰⁷. I dati analizzati nel capitolo precedente suggeriscono che l'approccio sincretico della Banca del Giappone ha avuto principalmente successo nel fornire liquidità alle banche, evitando così potenziali fallimenti a catena, e nel rassicurare gli shareholders delle grandi aziende, che come si è visto hanno continuato a investire e a ricevere dividendi crescenti. Buono nel complesso anche il risultato inerente crescita che si è sempre mantenuta positiva raggiungendo cifre vicine al 2% nel 2017. Tuttavia, ciò che sembra spingere il PIL è la spesa governativa, finanziata appunto dalla Banca del Giappone, piuttosto che investimenti e consumi. Per quanto riguarda i primi, si è avuto un incremento considerevole nei primi tre anni di Abenomics che però si è poi tradotto in un crollo. Sui consumi l'azione della Banca del Giappone non è mai stata veramente incisiva. Inoltre, a causa del modello aziendale egemone la politica monetaria non ha potuto far presa sulla stagnazione dei salari, andando invece a riempire, come detto in precedenza, le tasche degli shareholders. Molto confortanti sono invece i dati sulle

³⁰⁶ Friedman, M. 1969, "The Optimum Quantity of Money", Routledge.

³⁰⁷ Si veda 1.2.1.

esportazioni del biennio 2016-2017, nonostante i precedenti anni disastrosi, segno che comunque la politica monetaria sta sortendo qualche effetto sull'economia reale, molto probabilmente grazie appunto agli shareholders che, vedendosi premiati dalle grandi aziende che ora dispongono di più liquidità, sono più propensi a investire. Diversi invece i risultati sul fronte inflazionistico, dove il famigerato obiettivo del 2% è stato raggiunto e superato solamente nel 2015, per poi tornare a livelli inferiori all'1% e vicini allo 0 in termini di inflazione core. Rimane pur tuttavia vero che valori pesantemente negativi come quelli del 2011 e 2012 non si sono più verificati e che le aspettative degli attori economici sull'inflazione sono sempre state moderatamente ottimiste, segno comunque dell'efficacia della Banca del Giappone sia in termini di politiche che di comunicazione.

4.2 Discussione dei risultati analizzati per la politica monetaria dell'Unione Europea

Proprio come la sua controparte nipponica, anche l'approccio adottato dalla BCE, da quando Mario Draghi ha assunto la carica di Governatore, può essere definito pragmatico grazie alle crescenti quote di debito pubblico degli Stati membri detenute dalle rispettive Banche Centrali nazionali e alla contemporanea espansione sui mercati. Questa combinazione unita al leggendario "whatever it takes" di Mario Draghi ha portato ad una sostanziale riduzione degli spread di tutti gli Stati membri, compresi quelli maggiormente in difficoltà. Uno spread basso è fonte di rassicurazione per gli investitori internazionali e pertanto il governatorato Draghi ha rappresentato una manna per quegli Stati del Sud Europa che necessitano di molti investitori esteri per finanziare il proprio debito, come la Grecia. Inoltre, l'espansione monetaria ha contribuito ad evitare il fallimento a catena di molte banche a rischio a causa della penuria di liquidità che la crisi del debito sovrano aveva portato³⁰⁸. Nonostante la retorica politica che molto spesso accusa Stati e Banche Centrali di fare gli interessi dei banchieri senza preoccuparsi dei cittadini, il salvataggio delle banche non deve essere sottostimato. Anzi, salvare una banca dal fallimento significa preservare i risparmi dei cittadini, e conservare quelle linee di credito senza le quali le aziende non potrebbero finanziare i propri investimenti. L'azione della BCE ha inoltre portato il tasso di cambio con il dollaro a livelli assai favorevoli per le esportazioni, specialmente dal 2015, a cui però non è seguito un consistente aumento dei commerci con gli Stati Uniti, anche se in generale dal 2014 le esportazioni globali

³⁰⁸ Allen, A.W., Moessner, R. 2012, "The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis", BIS Working Papers.

europee hanno iniziato stabilmente a crescere dopo un 2013 difficile. La direzione della politica monetaria europea, che ha assunto contorni sempre più netti in senso espansivo dal 2015, unita alla comunicazione forte e innovativa della BCE ha ancorato le aspettative degli attori economici nel quinquennio considerato verso scenari e previsioni positivi, in cui non solo PIL e inflazione crescono, ma anche la disoccupazione diminuisce. Queste aspettative si sono poi parzialmente avverate nella realtà. Il PIL europeo è progressivamente aumentato dal 2013 toccando tassi annui anche superiori al 2%, portando dietro di sé aumenti del PIL dei principali Paesi europei e non solo; basti pensare al boom registrato dalla Spagna. I valori positivi del PIL sono stati sostenuti da una rinnovata spinta ai consumi che ha visto aumenti in tutta Europa, con ancora una volta valori alti per l'economia iberica. La stessa Spagna ha rischiato di finire in una spirale deflativa che ha raggiunto l'apice nel 2014 quando il CPI core ha toccato quota -0,05%, salvo poi riprendersi e inserirsi nella media degli altri Paesi europei che hanno avuto un trend inflazionistico positivo, anche se ancora distante dal 2%, l'obiettivo posto dalla BCE. Si può pertanto affermare che la politica monetaria della BCE, e in particolare il lancio del "Quantitative easing", sia riuscita a instaurare un percorso di crescita positivo che ha toccato anche le economie nazionali in difficoltà, riuscendo a generare una buona crescita inflazionistica che, pur essendo ancora distante dal target, è riuscita perlomeno a scongiurare il pericolo deflazione. I medesimi effetti, purtroppo, non si sono propagati anche sui salari, che hanno continuato a presentare tassi di crescita modesti in Italia e Spagna, mentre in Francia e Germania sono cresciuti, a dimostrazione dell'esistenza di una cesura ancora netta tra nord e Sud Europa. Va tuttavia detto che Italia e Spagna venivano da un triennio (2010-2013) in cui i salari si sono pericolosamente contratti e pertanto la loro seppur modesta crescita successiva può essere considerata un buon risultato. Altro tasto dolente è rappresentato dalla disoccupazione. Mentre da un lato la media europea si sta abbassando, trainata dalla Germania che nel 2017 ha registrato un tasso inferiore al 4%, dall'altro permangono Paesi con una media ben al di sopra di quella europea, come la Spagna che nel 2017 ha avuto un tasso del 17,22%, comunque in netto miglioramento rispetto a cifre astronomiche quali il 26,09% del 2013. Salari e disoccupazione rappresentano dunque due aspetti su cui la politica monetaria europea ha inciso di meno, essendo essi in gran parte dipendente dalle politiche interne dei singoli stati.

4.3 Confronto tra le politiche monetarie dell'Unione Europea e del Giappone

Il secondo e il terzo capitolo hanno illustrato l'impegno e le ingenti risorse impiegate dalle Banche Centrali di Giappone e Unione Europea nell'ultimo quinquennio, e tuttavia si possono rintracciare diverse differenze nei risultati delle politiche dei due sistemi economici. Innanzitutto, un primo paragone quantitativo può essere istituito servendosi del tasso di crescita degli aggregati monetari nell'economia. Sia l'aggregato M1³⁰⁹ che M3 crescono nel corso degli anni in entrambi i sistemi, con un tasso superiore dell'aggregato M3 per il Giappone fino al 2014. Nel 2015, anno più volte individuato come fondamentale per la politica monetaria europea, i ruoli si invertono: gli aggregati monetari europei iniziano a crescere a tassi superiori rispetto a quelli nipponici, e il gap è particolarmente netto per M1. Ciò indica che, stante il generale e notevole incremento di liquidità nei due sistemi a partire dal 2013, le politiche dell'Unione Europea dopo il 2015 hanno prodotto maggiori incrementi annuali di liquidità in circolazione nel sistema.

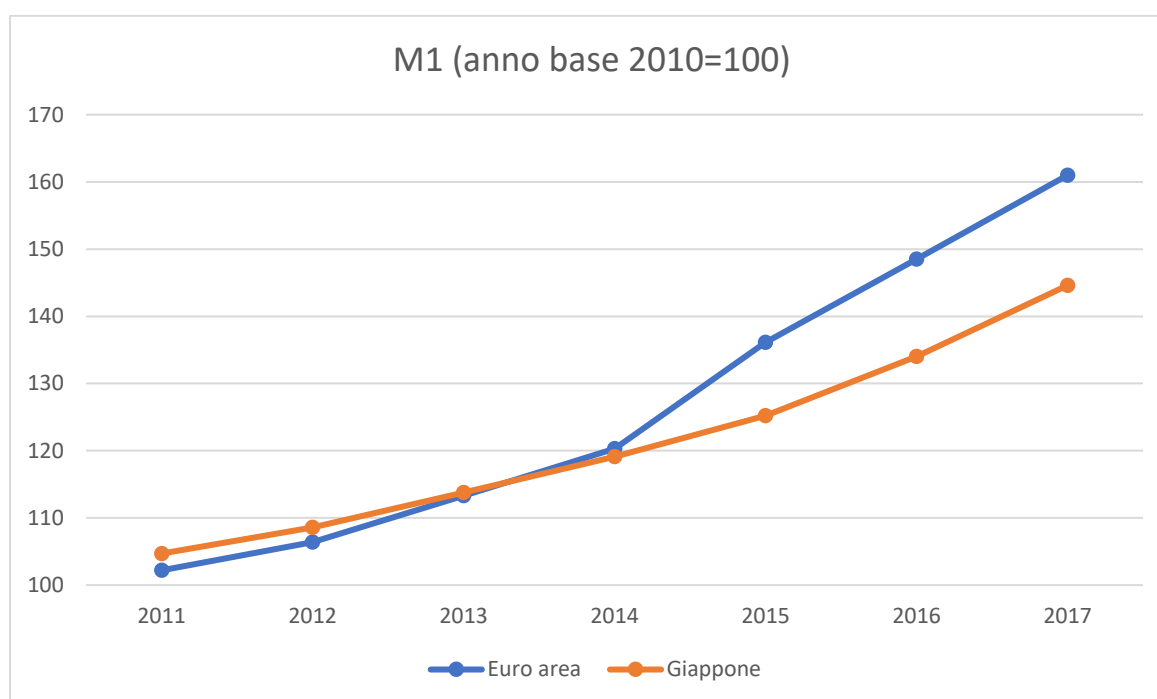


Figura 61³¹⁰ - M1 Euro Area e Giappone

³⁰⁹ L'aggregato monetario ristretto M1 comprende le banconote e le monete in circolazione e le attività finanziarie che possono svolgere il ruolo di mezzo di pagamento, ossia i depositi in conto corrente (bancari e postali). Da "M1, M2, M3", Dizionario di Economia e Finanza Treccani. http://www.treccani.it/enciclopedia/m1-m2-m3_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

³¹⁰ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

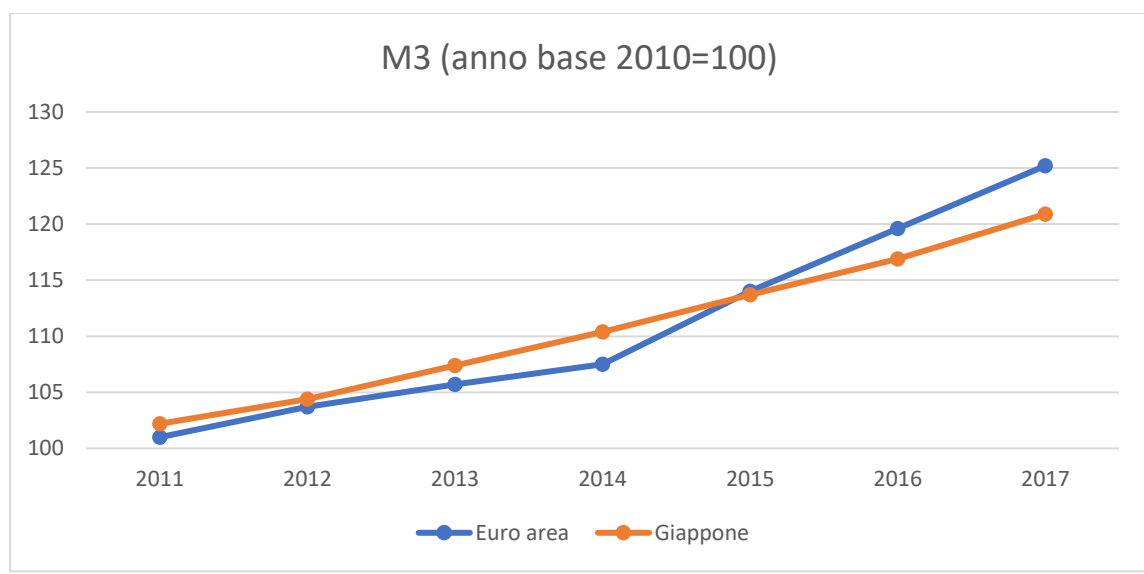


Figura 62³¹¹- M3 Euro Area e Giappone

Uno dei meriti delle politiche monetarie dei sistemi economici in esame è stato di aver indotto una diminuzione importante dei tassi interbancari e bancari, permettendo un più facile accesso alla liquidità. In questo senso, l'Unione Europea consegue un importante risultato nel portare il tasso interbancario EURIBOR a tre mesi a livelli bassissimi, sotto lo 0 e all' equivalente nipponico, il TIBOR che pure passa dallo 0,336% del 2012 allo 0,057% del 2017. La differenza tra i due tassi, che inizia a delinearci guardando caso dal 2015, può rappresentare uno dei fattori dietro la differenza tra i tassi di crescita degli aggregati monetari. La prospettiva si ribalta prendendo in considerazione i tassi sui depositi concessi alle famiglie. I tassi nipponici infatti si mantengono costantemente, e senza fluttuazioni, a livelli bassissimi, mentre i tassi europei rimangono sempre più alti, anche se registrano un netto trend al ribasso, passando dal 3,13% del 2012 al 1,25% del 2016. Nonostante l'andamento ribassista le banche europee in media remunerano i propri risparmiatori in misura maggiore rispetto a quelle nipponiche.

Sempre a proposito di remunerazione, un discorso analogo si può fare riguardo al rendimento dei bond governativi a 10 anni. I bond nipponici presentano un rendimento basso che si è progressivamente ridotto negli anni, passando da 0,96% nel 2012 a 0,10% nel 2016; anche grazie alla politica di controllo della curva dei rendimenti attuata da settembre 2016. I rendimenti dei bond europei rimangono sostanzialmente maggiori, nondimeno anche in questo caso si evidenzia un deciso trend ribassista come con i depositi. Infatti, il rendimento del 2016, 1,21%, è quasi un quarto di quello registrato nel 2012, 4,17%. Se dunque la differenza di rendimento tra bond europei e nipponici, per quanto evidente,

³¹¹ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

è andata riducendosi nettamente, tuttavia i titoli europei corrispondono una rendita ancora di gran lunga superiore rispetto a quelli giapponesi.

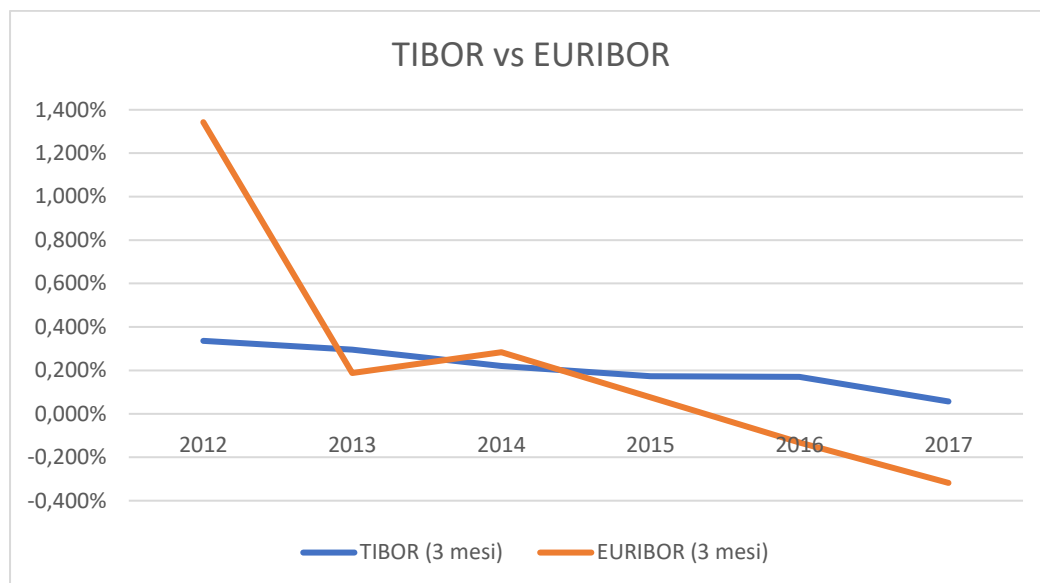


Figura 63³¹²- TIBOR vs EURIBOR

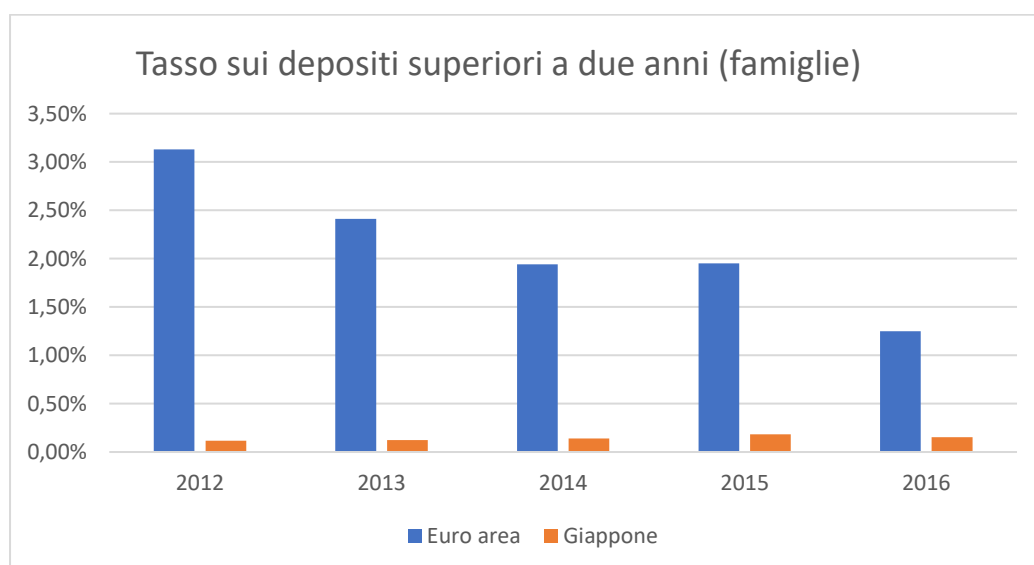


Figura 64³¹³- Tasso sui depositi superiori a due anni, Euro Area e Giappone (famiglie)

³¹² Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.zenginkyo.or.jp/> e <http://it.euribor-rates.eu/>

³¹³ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://www.zenginkyo.or.jp/> e <http://it.euribor-rates.eu/>

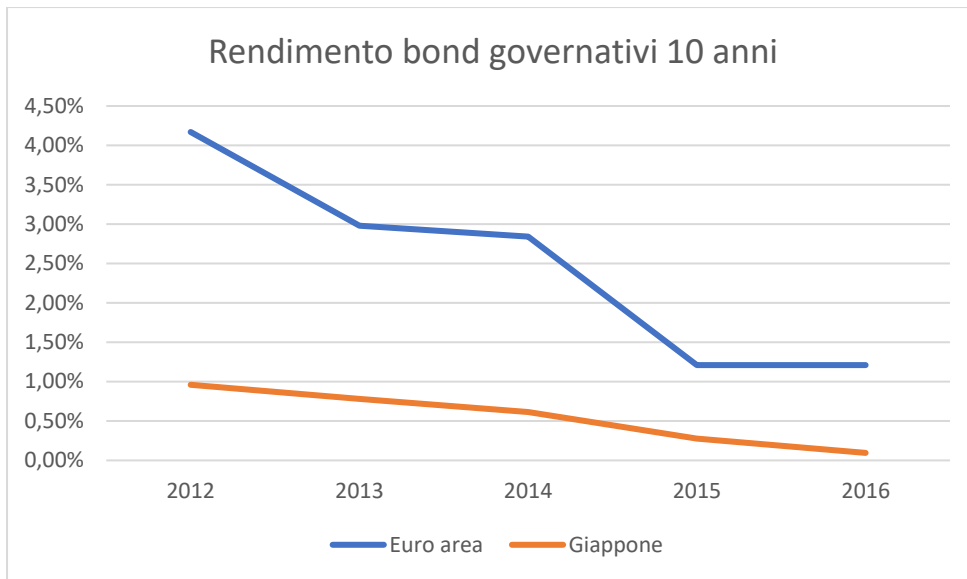


Figura 65³¹⁴- Rendimenti bond governativi 10 anni Euro Area e Giappone

Spostando il tiro dell'analisi sull'economia reale, le esportazioni presentano dal 2012 al 2015 un andamento assai chiaro: tassi di crescita positivi per l'Unione Europea da una parte, contrazioni negative per il Giappone dall'altra. Nel biennio 2016-2017 le esportazioni nipponiche riprendono a crescere, registrando un boom con un tasso del 9% nel 2017. Per quanto sia difficile quantificare l'impatto della politica monetaria sulle esportazioni, si può tuttavia affermare che le politiche dell'Unione Europea abbiano contribuito ad instaurare un trend di crescita positivo dell'export che si è mantenuto tale per tutto il quinquennio esaminato. D'altro canto, le politiche nipponiche per un triennio non sono riuscite ad arrestare una contrazione che ha visto anche tassi del -10% nel 2013 e nel 2015; contribuendo però successivamente ad una vera e propria espansione con tassi del 3% nel 2016 e del 9% nel 2017.

³¹⁴ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

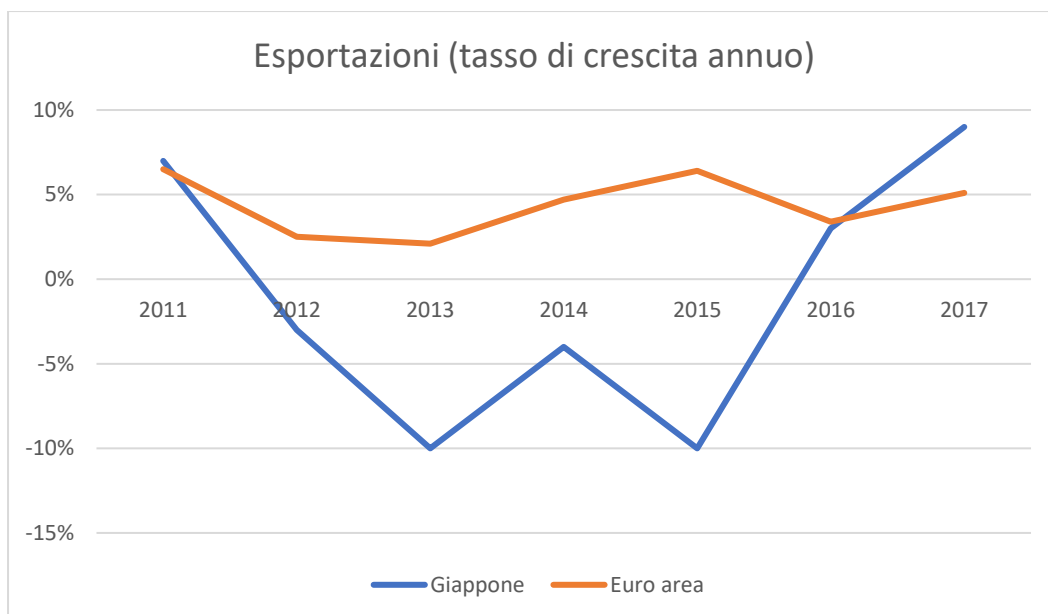


Figura 66³¹⁵- Esportazioni Giappone e Euro Area

La situazione appare diversa se si considera un dato maggiormente dipendente dalla politica monetaria, ovvero quello relativo agli investimenti in capitale fisso. Il Giappone ha registrato tassi sempre positivi dopo il 2013, anche se sempre inferiori al picco del 4,93% raggiunto proprio in quell'anno. L'Eurozona invece si è ripresa solamente nel 2014 da un biennio di contrazioni, andando successivamente a registrare tassi di crescita importanti del 3,28% e del 4,61% nei due anni successivi, maggiori rispetto a quelli giapponesi. È pertanto possibile affermare che entrambe le politiche hanno avuto successo nel mantenere gli investimenti ad un tasso di crescita positivo, con un trend tuttavia che risulta in crescita per l'Unione Europea, e in ribasso per il Giappone. Inoltre, si evince nuovamente dall'andamento europeo la crucialità dell'anno 2015.

³¹⁵ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

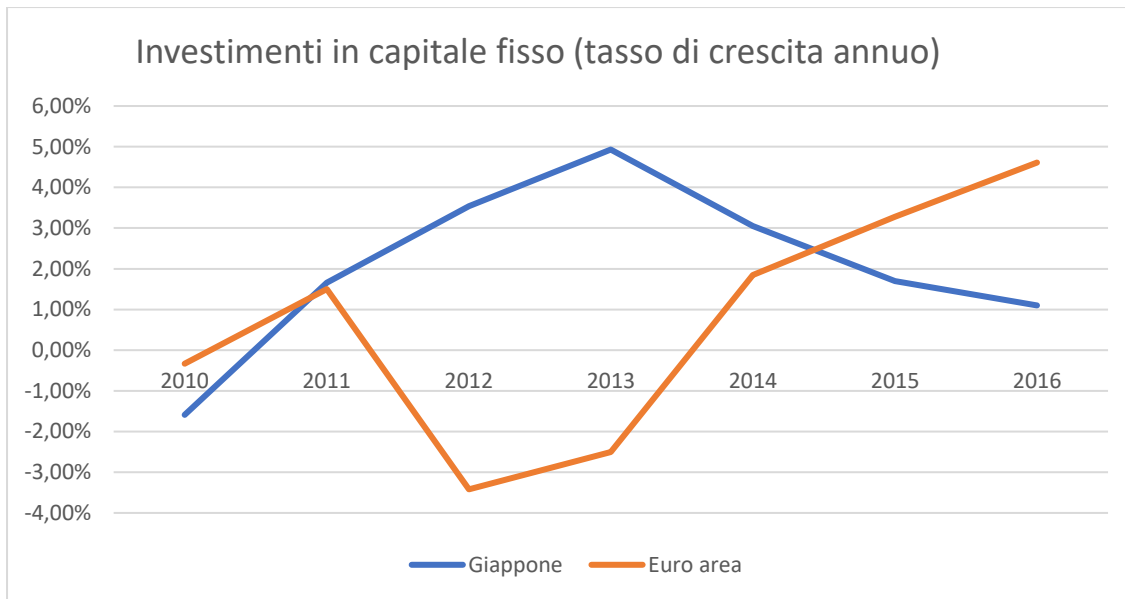


Figura 67³¹⁶- Investimenti in capitale fisso Giappone e Euro Area

L'analisi della composizione del dato relativo agli investimenti è rivelatrice di quale attore abbia goduto degli incentivi maggiori dalle politiche monetarie. Il minimo comun denominatore dei due sistemi economici è rappresentato dalle imprese che negli anni investono in misura sempre maggiore e dalla riduzione degli investimenti da parte dei governi centrali. Nel 2010 le aziende rappresentavano il 66,69% degli investimenti nipponici, dato che si trasforma in un 69,16% nel 2016. In maniera analoga gli investimenti operati dalle aziende europee crescono passando da un 54,95% nel 2010 ad un 61,76% nel 2016. Questi risultati in un certo senso confermano quanto affermato nel capitolo secondo³¹⁷ circa l'affermazione in Giappone, come nella maggior parte delle economie avanzate, di un modello liberista anglo-americano teso a beneficiare il settore privato e in particolare gli shareholders che, attratti da dividendi crescenti, acquistano sempre più quote delle aziende che a loro volta tramutano le risorse ricevute in investimenti. Non bisogna poi dimenticare che alla base di questo meccanismo vi è la facilità con cui politiche monetarie espansive permettono alle grandi aziende di accedere al credito per investire e realizzare profitti sempre crescenti che dunque ingolosiscono gli shareholders. Il dato in aumento delle aziende viene controbilanciato da una diminuzione netta degli investimenti da parte dei Governi centrali in entrambi i sistemi; e ciò è parimenti significativo dell'affermazione ubiqua del modello liberista se si considera il fatto che gli investimenti governativi dovrebbero riguardare elementi come trasporti, infrastrutture, ricerca e sviluppo che invece vengono stanno progressivamente venendo sempre più trattati dalle aziende.

³¹⁶ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

³¹⁷ Si veda 2.2.5.

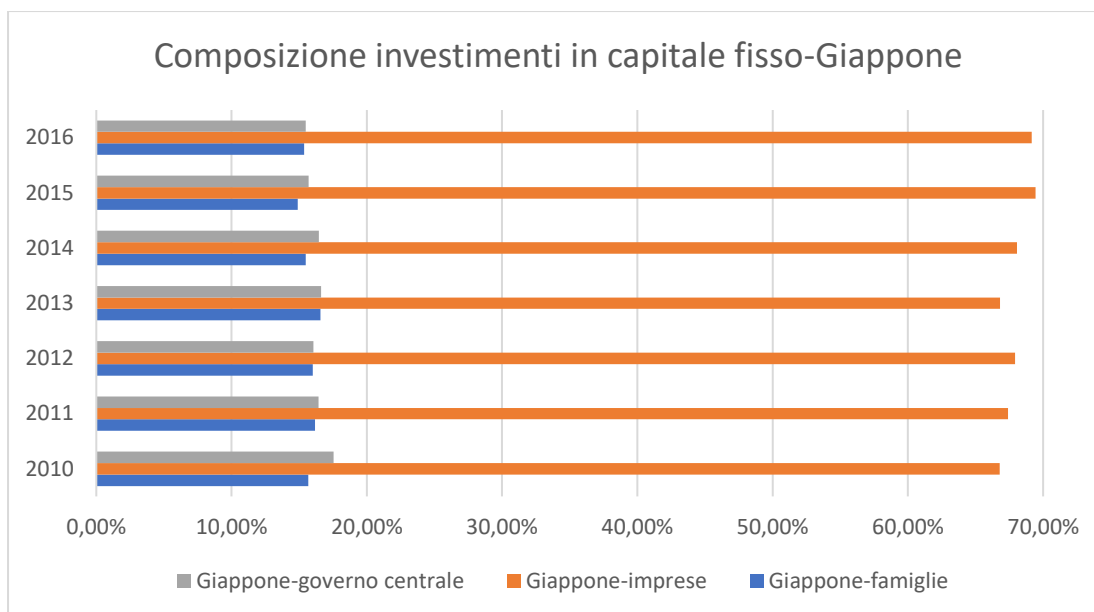


Figura 68³¹⁸. Composizione investimenti in capitale fisso, Giappone

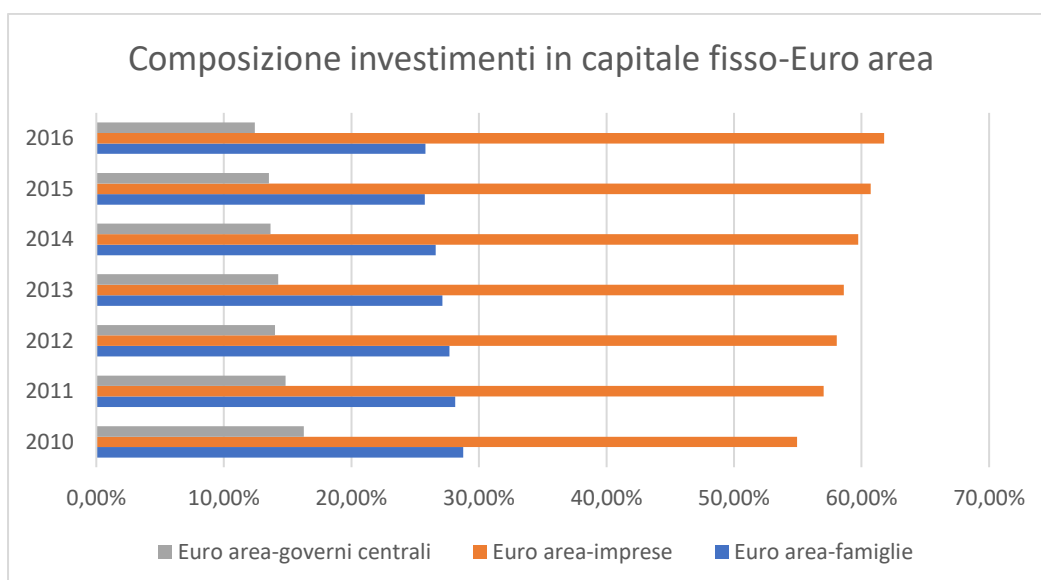


Figura 69³¹⁹. Composizione investimenti in capitale fisso, Euro Area

Prendendo in esame il punto di arrivo della politica monetaria nell'economia reale, ovvero il PIL e il tasso di inflazione, nel complesso l'Unione Europea raggiunge risultati più soddisfacenti rispetto al Giappone. Il PIL nipponico, pur registrando tassi di crescita positivi a partire dal 2012, e un picco del 2,07% nel 2015, presenta delle ampie fluttuazioni annue, mentre il PIL europeo, pur partendo da contrazioni nel 2012 e 2013, registra un percorso successivo di crescita con fluttuazioni verso il basso minori e con tassi superiori a quelli giapponesi, toccando quota 2,36% nel 2017. Per quanto riguarda

³¹⁸ Fonte: Rielaborazione personale di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

³¹⁹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

il dato inflazionistico, va dato atto al Giappone di essere uscito da un lungo periodo deflattivo, raggiungendo un incredibile tasso del 2,31% nel 2015. Purtroppo, questo risultato è stato temporaneo e la discesa verticale dei due anni successivi potrebbe preoccupare gli attori economici e ingenerare in loro nuovamente aspettative deflattive. Rispetto a questo andamento pericolosamente altalenante, l'inflazione europea si è mantenuta costante e debitamente a distanza dalla soglia dello 0%, nonostante sia rimasta a tassi più bassi rispetto al periodo pre-2012. Si può pertanto affermare che le politiche europee pur non avendo centrato l'obiettivo fatidico del 2%, stiano riuscendo nello scongiurare scenari deflattivi, il cui rischio sembra purtroppo non essere del tutto scomparso in Giappone.

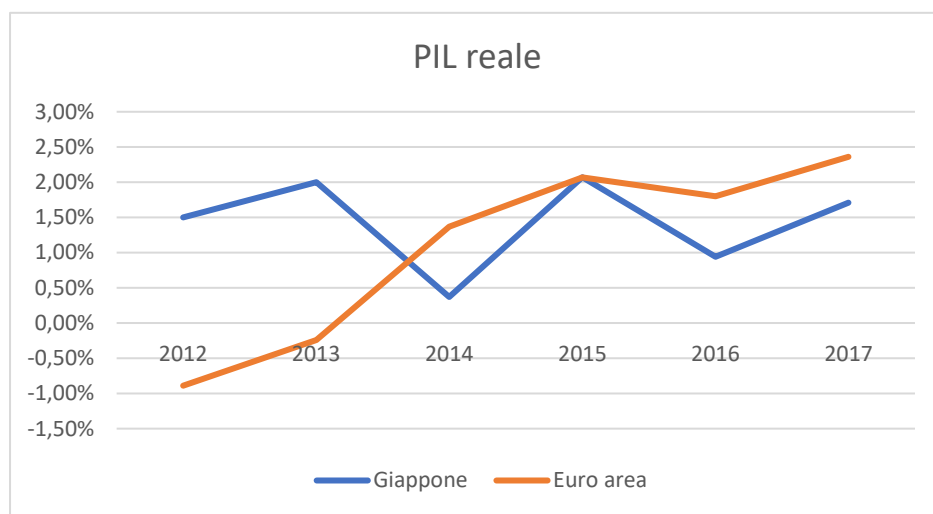


Figura 70³²⁰- PIL reale Giappone e Euro Area

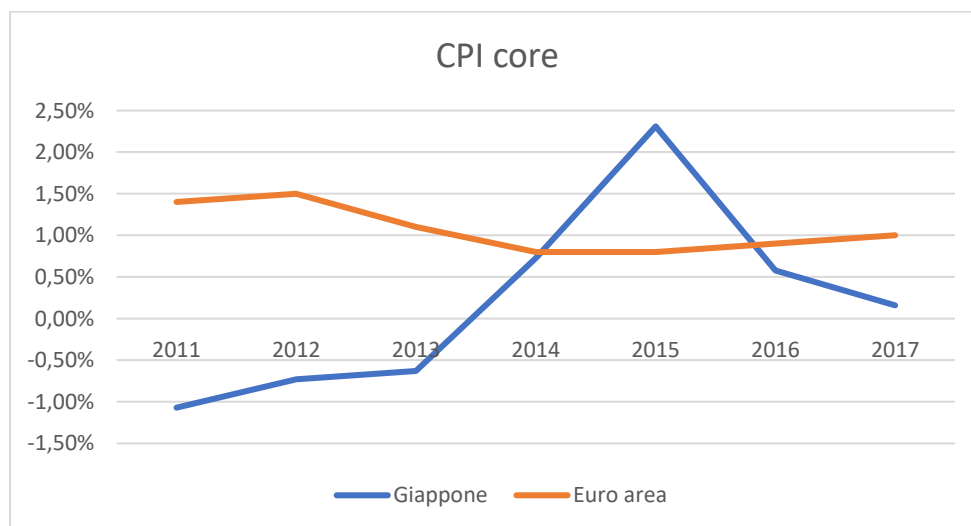


Figura 71³²¹- CPI core Giappone e Euro Area

³²⁰ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

³²¹ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <https://data.oecd.org/>

4.4. Conclusione: fino a dove può spingersi la politica monetaria?

L'operato delle Banche Centrali è strettamente connesso con le esigenze della finanza, in un quadro storico che ha sempre visto il dialogo simbiotico tra mercato azionario, obbligazionario e Banche Centrali. Partendo da queste premesse, risulta evidente il ruolo delle Banche Centrali sia come catalizzatori di crisi finanziarie che quasi sempre si trasmettono poi sulla economia reale, sia come agenti in grado di correggere gli effetti distortivi delle crisi. A titoli di esempio storico infatti, il colpo di grazia alla fragile architettura cartolarizzata del credito creata con i mutui subprime è stato inferto da un rialzo dei tassi di interesse al 5,25% operato dalla FED nel 2007. Questa decisione di contrazione della politica monetaria ha avuto come effetto quello di aumentare le rate dei mutui subprime a tasso variabile e molte famiglie americane, soprattutto nell'area di Detroit, hanno cominciato a rimanere indietro con i pagamenti rischiando l'escussione della garanzia. Tutto ciò ha portato allo scoppio della bolla immobiliare, creatasi grazie alla massiccia estensione di credito facile sotto forma di mutui subprime, con i prezzi delle case che hanno iniziato a calare vertiginosamente. Pertanto, chi aveva sottoscritto un mutuo sul 100% del valore della propria casa si era ritrovato con un debito che valeva di più della casa stessa. Grazie alla cartolarizzazione dei mutui subprime, la massiccia insolvenza delle famiglie debentrici si era ripercossa sugli istituti di credito di tutto il mondo e alla base dell'innesco (certamente non delle sue ragioni di fragilità) di questo effetto domino devastante vi è stata proprio la decisione dell'Autorità monetaria statunitense di alzare i tassi³²². Un ruolo d'altra parte positivo nel ripristinare le condizioni di accesso al credito, e nel calmare le turbolenze sui mercati finanziari a seguito di periodi di recessione è stato giocato dal nuovo corso di politiche monetarie inaugurate da Draghi in Europa e da Kuroda in Giappone. Nel capitolo terzo si è visto infatti come le misure non convenzionali europee siano riuscite ad abbassare lo spread dei Paesi in difficoltà e ad abbassare i tassi interbancari. Inoltre, l'adozione della moneta unica ha permesso un significativo abbassamento delle rendite delle obbligazioni sovrane di molti Stati considerati fragili fiscalmente, proprio perché i mercati finanziari globali davano per scontato il fatto che la BCE fosse tenuta ad accettare i titoli di qualsiasi paese membro a garanzia dei prestiti alle banche dell'Eurozona. Nonostante questa tenuta sia stata messa in pericolo negli anni della crisi del debito sovrano (2011-2013), le politiche espansive della BCE sono riuscite, come detto, a ridurre nuovamente le rendite e il loro differenziale con i titoli tedeschi.

³²² Ferguson, N. 2009, "Ascesa e declino del denaro. Una storia finanziaria del mondo", Oscar Mondadori.

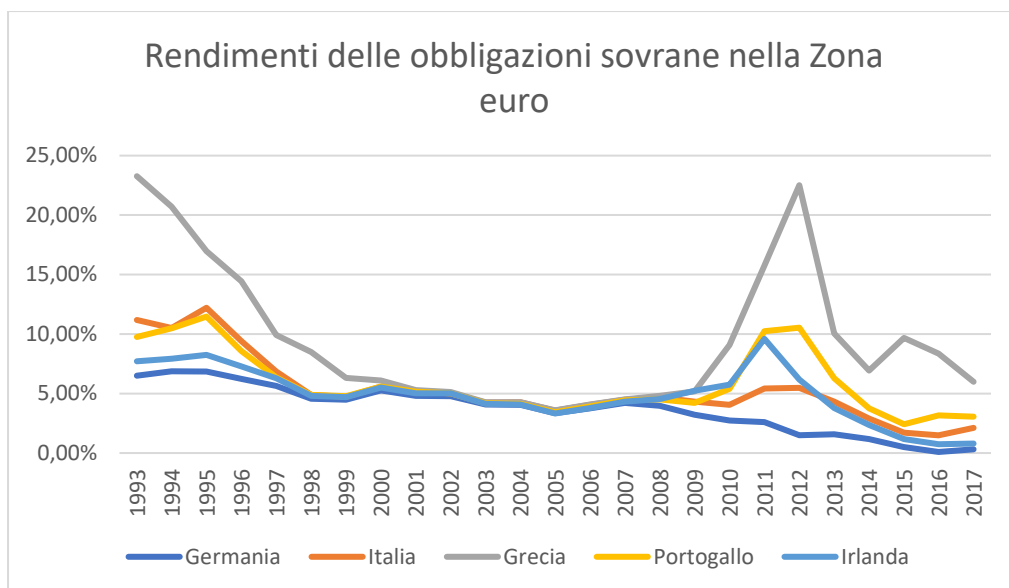


Figura 72³²³- Rendimenti delle obbligazioni sovrane della Zona Euro

D'altro canto, una delle principali critiche al “Quantitative easing” europeo riguarda il fatto che comunque le Banche Centrali nazionali, che acquistano i titoli di Stato per conto della BCE, debbano ottemperare alle clausole degli accordi di Basilea III³²⁴ e pertanto siano obbligate a tenere in portafoglio solamente titoli sicuri. L’implicazione è che quando alcuni titoli di Stato hanno iniziato a mostrarsi rischiosi, le Banche si sono spostate verso titoli di Stato ritenuti sicuri, come quelli tedeschi³²⁵. E ovviamente ciò ha indirizzato parte dei fondi verso un Paese come la Germania che ne aveva poco bisogno.

Riduzione dei tassi interbancari, una quota crescente di bond governativi nel portafoglio della Banca del Giappone e un andamento della borsa nettamente in crescendo rispetto al periodo di magra 2009-2012 testimoniano come anche sul versante nipponico le politiche monetarie non convenzionali espansive siano riuscite a migliorare le condizioni dei mercati dopo un lungo periodo di crisi che affonda le sue radici nel famoso “decennio perduto”. L’indice Nikkei mostra in maniera significativa come, dopo un iniziale periodo positivo protrattosi fino al 2007, la crisi finanziaria globale abbia

³²³ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su <http://sdw.ecb.europa.eu/>

³²⁴ Gli accordi di Basilea rappresentano “Linee guida riguardanti i requisiti patrimoniali e prudenziali degli istituti di credito, concordati a livello internazionale dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CB). Dalla sua istituzione nel 1974, il CB ha raggiunto 3 principali accordi attinenti ai requisiti patrimoniali delle banche operanti a livello internazionale”. Da “Accordi di Basilea”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani. http://www.treccani.it/enciclopedia/accordi-di-basilea_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

³²⁵ Neal, L. 2015, “Storia della finanza internazionale. Dalle origini a oggi”, il Mulino.

inferto un duro colpo anche alla borsa giapponese. Il periodo nero tuttavia ha avuto la propria fine nel 2013, anno di inizio del nuovo corso monetario.

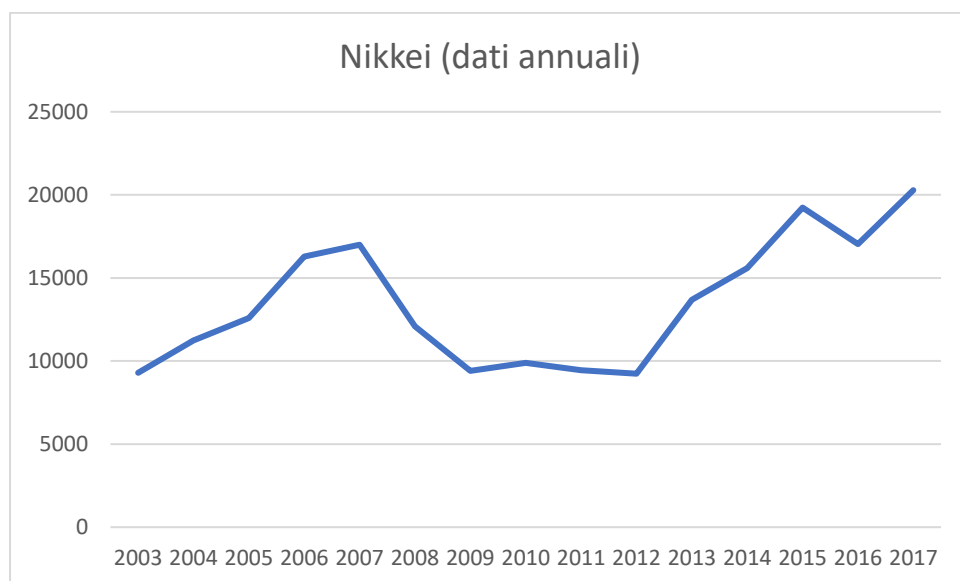


Figura 73³²⁶- Andamento indice Nikkei 2013-2017

Un altro aspetto che accomuna le politiche monetarie nipponica ed europea è rappresentato dall'abilità con cui le rispettive Banche Centrali hanno influenzato le aspettative degli attori economici. Sia atti individuali ma sopra le righe come il leggendario “whatever it takes” pronunciato da Draghi, sia il costante mantenimento di uno stesso indirizzo espansivo con obiettivi che non sono mai stati sostanzialmente cambiati nel corso del quinquennio analizzato hanno permesso agli attori economici di esser certi della direzione dell'operato dell'Autorità monetaria. Alla base di tutti i trend positivi riscontrati in questa ricerca c'è sicuramente la bravura dei banchieri centrali nell'approntare una strategia basata sull'infondere fiducia agli operatori, cosicché essi si convincono di non essere lasciati alla mercé dei mercati deregolamentati, ma piuttosto percepiscano di essere protetti ed aiutati da un'istituzione che abbia a cuore le economie nazionali. Come affermato da Bernanke³²⁷, la comprensione delle relazioni causali che intercorrono tra le comunicazioni della Banca Centrale e le aspettative di famiglie, imprese e mercati rappresenta una sfida importante per i policymaker, soprattutto in ottica di raggiungimento di un valore di inflazione target. L'evidenza per ora sembra suggerire che, attraverso la reputazione goduta o altri meccanismi, i banchieri centrali siano in grado di indurre aspettative ottimiste su politiche future anche quando tali politiche non sono ancora

³²⁶ Fonte: Rielaborazione di dati disponibili su “Yahoo finance” <https://finance.yahoo.com/>

³²⁷ Bernanke, B. 2017, “Some reflections on Japanese monetary policy”, Brookings.

pienamente realizzate. Tuttavia, rimane ancora da definire come gestire al meglio le aspettative, in modo particolare quando si deve passare da un certo tipo di politiche ad uno completamente diverso³²⁸.

Le politiche monetarie europee dell'ultimo quinquennio hanno dimostrato come esse possano essere un fattore importante nel risolvere uno dei grandi problemi delle economie avanzate post-capitaliste: la bassa crescita. I trend in crescita del PIL e di alcune sue componenti significative quali gli investimenti e i consumi testimoniano l'impulso dato dalla politica monetaria, soprattutto in considerazione del fatto che tali trend risultavano negativi negli anni precedenti il 2013, quando cioè la politica monetaria era piuttosto prudente, se non addirittura pro-ciclica. Per quanto riguarda l'economia nipponica si può dire la stessa cosa, benché l'impatto su PIL, consumi e investimenti sia stato minore, anche se importante, rispetto alle politiche europee. Il pericolo deflazionistico allo stesso modo è stato scongiurato da entrambe le politiche monetarie, anche se una sua minaccia permane in Giappone. Tuttavia, ad oggi né l'espansione monetaria nipponica né quella europea sono state in grado di raggiungere stabilmente la soglia del 2% di inflazione, anche se tale valore non rappresenta un ostacolo insormontabile: altre economie che hanno attuato politiche di "Quantitative easing" come gli Stati Uniti hanno dimostrato che l'obiettivo è fattibile³²⁹. Ciò che appare distante dall'influenza della politica monetaria è rappresentato dal tasso di disoccupazione e dai salari, fattori che risentono pesantemente delle politiche del lavoro, del potere dei sindacati e dal modello aziendale che permea l'economia. Significativo è il dato analizzato per il Giappone, in cui si evidenzia il gap crescente tra i dividendi pagati agli shareholders e gli stipendi di impiegati e manager, nonostante la facilità di accesso al credito che permette alle grandi aziende di investire e realizzare profitti sempre crescenti³³⁰.

Pertanto, si può concludere affermando che tra i problemi comuni che affliggono Europa e Giappone citati nell'introduzione, ovvero "basso livello di crescita, stagnazione di investimenti e consumi, aumento del precariato e stagnazione dei salari, clima di incertezza nei mercati finanziari"³³¹, la politica monetaria si è dimostrata in grado di far presa su ogni problematica, eccetto l'aumento del precariato e la stagnazione dei salari. Questi ultimi due aspetti risentono dell'adozione di un modello "corporate" e di politiche di matrice neoliberista diffusi globalmente e che mirano alla remunerazione degli shareholders, a dispetto della centralità dei lavoratori. Gli ultimissimi sviluppi in Giappone sembrano confermare questo tipo di orientamenti. Infatti, se da un lato la Banca del Giappone ha manifestato

³²⁸ Bernanke, B. 2017.

³²⁹ Si veda per i tassi di inflazione statunitensi. "U.S. Inflation Rate by Year: 1929 – 2020", The balance. <https://www.thebalance.com/u-s-inflation-rate-history-by-year-and-forecast-3306093>.

³³⁰ Si veda 2.2.5.

³³¹ Si veda l'introduzione.

chiaramente la volontà di proseguire le proprie politiche monetarie in senso espansivo, dall'altro il premier Abe ha annunciato il 16 giugno 2018 che il Governo implementerà misure volte a disciplinare la politica fiscale, operando tagli alle spese per il welfare³³². Molto probabilmente quindi le aziende continueranno a beneficiare dell'espansione monetaria, mentre le classi sociali più deboli vedranno i loro benefici ridursi ulteriormente. Diversa invece è la strada intrapresa dall'Eurozona. In una riunione del "Governing Council" della BCE tenutasi il 14 giugno 2018 a Riga, Draghi ha annunciato la fine del "Quantitative easing", prevista per il 31 dicembre 2018³³³. I tassi controllati dalla BCE invece rimarranno invariati per tutto il 2019, rendendo di fatto la politica monetaria accomodante, seppur priva del suo elemento non convenzionale. I titoli acquistati con il "Quantitative easing" verranno reinvestiti e serviranno a sostenere l'economia e i mercati finanziari, dal momento che impediranno ai tassi a lungo termine di salire eccessivamente³³⁴. La fine del "Quantitative easing" è stata giustificata con il fatto che, nonostante si sia ancora lontani dal 2% di inflazione, l'economia europea abbia iniziato a crescere stabilmente e sia uscita dal pericolo deflazione³³⁵. Inoltre, un altro fattore incoraggiante è rappresentato dall'andamento dei prestiti aziendali. Il credito alle imprese non finanziarie ha iniziato a salire, muovendosi su un trend solido. Ciò sembra dar ragione a uno degli obiettivi delle politiche monetarie adottate da Draghi: incentivare le banche a concedere prestiti alle imprese³³⁶. Sarà quindi interessante osservare se, a fronte di una situazione economica più rosea, i Governi dei Paesi membri adotteranno politiche che vadano nella direzione della riduzione della disuguaglianza della popolazione; o se piuttosto verranno prese misure in linea con il modello neoliberista, a vantaggio delle grandi aziende e degli shareholders.

³³² "Abe's belt-tightening call rings hollow as BOJ's easy money stays", Nikkei Asian Review, 2018.

<https://asia.nikkei.com/Economy/Abe-s-belt-tightening-call-rings-hollow-as-BOJ-s-easy-money-stays>

³³³ "Bce, perché la fine del Qe non spaventa i mercati, le imprese e le famiglie", Il Sole 24 Ore, 2018.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-06-15/bce-perche-fine-qe-non-spaventa-mercati-imprese-e-famiglie-064447.shtml?uuid=AEngwm6E&fromSearch>

³³⁴ Ibid.

³³⁵ "Bce, perché il quantitative easing finirà a dicembre", Il Sole 24 Ore, 2018.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-06-12/bce-perche-quantitative-easing-finira-dicembre-170759.shtml?uuid=AEQgp14E&fromSearch>

³³⁶ Ibid.

Bibliografia

- Alesina, A.**, Summers, L.H. 1993, “Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence”, *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Alessandrini, P.** 2015, “Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza.” Il Mulino (Seconda edizione).
- Allen, A.W.**, Moessner, R. 2012, “The liquidity consequences of the euro area sovereign debt crisis”, BIS Working Papers.
- Altavilla, C.**, Canova, F., Ciccarelli, M. 2016, “Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through.” ECB Working Paper n. 1978.
- Areosa, W.D.**, Areosa, M.B., 2016, “The inequality channel of monetary transmission.”, *Journal of Macroeconomics*.
- Ascari, G.** 2009, “Il modello Neo-Keynesiano, politica monetaria e dinamica dell’inflazione. Perché l’inflazione è persistente?”, *Rivista di politica economica*.
- Barro R.**, Gordon D. 1983, “Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*.
- Bebenroth, R.**, Vollmer, U. 2007, “Bank of Japan versus Eurosystem- A Comparison of Monetary Policy Institutions and Conduct in Japan and in the Euro Area”, *Intereconomics* vol 42, n 1.
- Bernanke, B.** 2010, “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”, Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Banca del Giappone, Tokyo.
- Bernanke, B.** 2017, “Some reflections on Japanese monetary policy”, Brookings.
- Bernoth, K.**, Koning, P.J., Beckers, B., Forti Grazzini, C., 2015. “Quantitative Easing – what are the side effects on income distribution: in-depth analysis.” Polikberatung Kompact.
- Blanchard O.J.**, Kiyotaki, N. 1987, “Monopolistic Competition and the Effects of Aggregate Demand”, *American Economic Review*, n. 77, pp. 647-666.
- Blanchard, O.**, Amighini, A., Giavazzi, F. 2016, “Scoprire la macroeconomia. Un passo in più”, il Mulino.
- Botman, D.** 2015, “Abenomics: Lessons Learned from two decades of unconventional monetary policies”, International Monetary Fund Working Papers.
- Bulmer, S.** 2014, “Germany and the Eurozone crisis: between hegemony and domestic politics”, *West European Politics*
- Burriel, P.**, Galesi, A. 2016, “Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries”, *European Economic Review*.

Campbell, J. C., Evans, J., Justiniano, A. 2012, “Macroeconomic effects of Federal Reserve “forward guidance””, Brookings Papers on Economic Activity.

Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L., Secchi, A., 2016. “A “Reverse Robin Hood “? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households.” Bank of Italy Working Paper.

Christensen, J.H.E., Rudebusch, G.D., 2012, “The Response of Interest Rates to U.S. and U.K. Quantitative Easing” *Economic Journal*, Vol. 122, F385-F414.

Christensen, J. H.E., Gillan. J. M. 2017, “Does Quantitative Easing Affect Market Liquidity?” Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2013-26.

Ciccarelli, M., Maddaloni, A., Peydró, J.-L. 2013, “Heterogeneous transmission mechanism: monetary policy and financial fragility in the eurozone” *Economic Policy*.

Claeys, G., Darvas, Z., Leandro, A., Walsh, T., 2015., “The effects of ultra-loose monetary policy on inequalities” *Brugel Pol. Contrib.* pp. 1–23.

Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D., Tinsley, P., 2003, “Monetary Policy when the Nominal Short-Term Interest Rate is Zero” , Federal Reserve Board.

De Pooter, M., Martin, R., F., Pruitt, S., 2015, “The Liquidity Effects of Official Bond Market Intervention”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Duffie, D., G^{ar}leanu, N., Pedersen, L. H., 2007, “Valuation in Over-the-Counter Markets” *Review of Financial Studies*, vol. 20, n. 5, pp.1865-1900.

Eggertsson, G., 2003, “Fighting Deflation at Zero Nominal Interest Rates: Committing to Being Irresponsible,” *Fondo Monetario Internazionale*.

Eggertsson, G., Woodford, M. 2003, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brooking Papers on economic activity*.

Ferguson, N. 2009, “Ascesa e declino del denaro. Una storia finanziaria del mondo”, Oscar Mondadori.

Filardo, A., Hoffman, B. 2014, ““forward guidance” at the zero-lower bound”, *BIS Quarterly Review*.

Fisher, I. 1977, “«Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule», *Journal of Political Economy*, n. 85, pp. 191-205.

Friedman, M. 1951, “The Effects of a Full Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis”, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago.

Friedman, M. 1962, “Should There Be an Independent Monetary Authority?”, in Leland B. Yeager (Ed.) “In Search of a Monetary Constitution”, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Friedman, M. 1968, “The Role of Monetary Policy”, *The American Economic Review*.

Friedman, M. 1969, “The Optimum Quantity of Money”, Routledge.

Friedman, M. 1975, “There’s No Such Thing as a Free Lunch”, Open Court Publishing Company.

Friedman, M., Schwarz, A., 1979, “Il dollaro. Storia monetaria degli Stati Uniti”, Utet.

Friedman, M. 1998, “Reviving Japan”, Wall Street Journal.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., Sack, B. 2011, “Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?” International Journal of Central Banking, vol. 7, n. 1, pp. 3-43.

Galariotis, E., Makrchoriti, P., Spyrou, S. 2017, “The impact of conventional and unconventional monetary policy on expectations and sentiment”, Journal of Banking and Finance.

Gali J., 2008, “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle”, Princeton University Press.

Georgiadis, G. 2015, “Examining asymmetries in the transmission of monetary policy in the euro area: evidence from a mixed cross-section global VAR model”, European Economic Review.

Guerello C. 2017, “Conventional and unconventional monetary policy vs. household’s income distribution: An empirical analysis for the Euro Area”, Journal of International Money and Finance.

Hausman, J.K., Wieland, J. F. 2014, “Abenomics: Preliminary Analysis and Outlook”, Brooking Papers on Economic Activity.

Hausman, J.K., Wieland, J. F. 2015, “Overcoming the Lost Decades? Abenomics after three Years”, Brooking Papers on Economic Activity.

Hiroshi, U. 2006, “Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses”, Bank of Japan WP Series.

Ingham, G. 2016, “La natura della moneta”, Fazi ed.

Ito, T., Mishkin, F. 2006, “Monetary Policy under Very Low Inflation in the Pacific Rim”, University of Chicago Press.

Ito, T. 2014, “We Are All QE-sians Now”, Institute for monetary and economic studies, Bank of Japan.

Jäger, J., Grigoriadis, T. 2017, “The effectiveness of the ECB’s unconventional monetary policy: Comparative evidence from crisis and non-crisis Euro-Area countries”, Journal of International Money and Finance.

Karakas, C. 2015, “The ECB and the financial crisis- Rigid theory vs a pragmatic approach”, European Parliamentary Research Service.

Kel, K. 2018, “Non è l’economia, stupido!”, Limes.

Ko, D. 2015, “Inequality and optimal monetary policy” Mimeo.

Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. 2011, “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, Brookings Papers on Economic Activity, pp. 215-265.

Kydland, F., Prescott E. 1977, "Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans", *Journal of Political Economy*.

Lechevalier, S., Monfort, B. 2017, "Abenomics: has it worked? Will it ultimately fail?", *Japan Forum*.

Lucas, R. 1987, "Models of Business Cycles", Basil Blackwell.

Mankiw, G.N., Reis, R., 2002, «Sticky Information Versus Sticky Prices: A Proposal to Replace the New Keynesian Phillips Curve», *Quarterly Journal of Economics*, n.117, pp. 1295-1328.

Minsky, H. 1982, "Can It happen again? Essays on instability and finance", Routledge.

Motta, G., Tirelli, P. 2014, "Limited asset market participation, income inequality and macroeconomic volatility." Lancaster University of Management School, Working Paper, vol. 65170975.

Muth, J.F. 1961, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*

Neal, L. 2015, "Storia della finanza internazionale. Dalle origini a oggi", il Mulino.

Park, M. 2013, "Lessons from the Asian financial crisis for the eurozone: a comparative analysis of the perilous politics of austerity in Asia and Europe", *Asia Europe Journal*.

Quint, D., Tristani, O. 2017, "Liquidity provision as a monetary policy tool: The ECB's non-standard measures after the financial crisis", *Journal of International Money and Finance*.

Ricci, O. 2014, "The impact of monetary policy announcements on the stock price of large European banks during the financial crisis", *Journal of Banking & Finance*.

Ricardo, D. 1824, "Plan for the Establishment of a National Bank", John Murray, Londra.

Rodriguez, C., Carrasco, C. 2014, "ECB Policy Responses between 2007 and 2014: a chronological analysis and a money quantity assessment of their effects", FESSUD.

Rosenbluth, F., Thies, M. 2010, "Japan transformed-Political change and economic restructuring", Princeton University Press.

Sargent, T., Wallace, N. 1975, "'Rational' Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule", *EconPapers*.

Schnabl, G. 2015, "Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis", Earth Institute at Columbia University and the Massachusetts Institute of Technology.

Shirakawa, M. 2012, "Sustainability of public debt: preconditions for the stability of the financial system and prices" Bank of Japan.

Stiglitz, J. E. 2016, "The Euro- How a common currency threatens the future of Europe"

Svensson, L.E.O. 2006, "Monetary Policy and Japan's Liquidity Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*.

Taylor J.B., 1993, «Discretion Versus Policy Rules in Practice», Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, n. 39, pp. 195-214.

Yin, H., Yang, J., Handorf, W.C., 2010. “State dependency of bank stock reaction to federal funds rate target changes.”, The Journal of Financial Research.

Yoshino, N., Taghizadeh-Hesary, F. 2014, “Analytical framework on credit risks for financing small and medium enterprises in Asia”, Asia-Pacific Development Journal.

Yuechun, J. 2017, “Abenomics and Japan’s economic outlook”, China Institute of International studies

Sitografia, report istituzionali, convegni

“Abe's belt-tightening call rings hollow as BOJ's easy money stays”, Nikkei Asian Review, 2018.
<https://asia.nikkei.com/Economy/Abe-s-belt-tightening-call-rings-hollow-as-BOJ-s-easy-money-stays>

“Abe nominates Haruiko Kuroda as next Bank of Japan governor”, Bloomberg, 2013.

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-02-28/abe-nominates-haruhiko-kuroda-as-next-bank-of-japan-governor>

“Abe's belt-tightening call rings hollow as BOJ's easy money stays”, Nikkei Asian Review, 2018.
<https://asia.nikkei.com/Economy/Abe-s-belt-tightening-call-rings-hollow-as-BOJ-s-easy-money-stays>

“Accordi di Basilea”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani.

http://www.treccani.it/enciclopedia/accordi-di-basilea_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

“Advise only” <https://www.adviseonly.com/blog/capire-la-finanza/abc-finanza/abcfianza-cosa-sono-eonia-euribor-tasso-marginale-e-tasso-sui-depositi/>

“Banca Centrale Europea” <https://www.ecb.europa.eu/>

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

“Bank of Japan”, <https://www.boj.or.jp/en/index.htm/>

<https://www.boj.or.jp/en/statistics/tk/index.htm/>

“Base monetaria”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani.

http://www.treccani.it/enciclopedia/base-monetaria_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

“Bce: estensione del Qe a fine 2017. Acquisti ridotti a 60 miliardi mensili”, Il Sole 24 ore, 2016.

http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-12-08/bce-estensione-qe-fine-2017-acquisti-ridotti-60-miliardi-mensili-134532.shtml?uuid=ADwtF29B&refresh_ce=1

“Bce, l’asse franco-tedesco dietro la nomina di de Guindos”, il Sole 24 ore, 2018.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-02-19/bce-oggi-l-eurogruppo-designa-vice-draghi--094013.shtml?uuid=AEc3wT2D>

“Bce, perché il quantitative easing finirà a dicembre”, Il Sole 24 Ore, 2018.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-06-12/bce-perche-quantitative-easing-finira-dicembre-170759.shtml?uuid=AEQgp14E&fromSearch>

“Bce, perché la fine del Qe non spaventa i mercati, le imprese e le famiglie”, Il Sole 24 Ore, 2018.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-06-15/bce-perche-fine-qe-non-spaventa-mercati-imprese-e-famiglie-064447.shtml?uuid=AEngwm6E&fromSearch>

Bernanke, B. 2002, “Deflation - making sure "it" doesn't happen here”, discorso tenuto al National Economists Club, Washington, DC.

BOJ deputy governor seeks stronger policy to drive inflation as price gains remain tepid”, The Japan Times, 2018.

<https://www.japantimes.co.jp/news/2018/03/23/business/economy-business/boj-deputy-governor-seeks-stronger-policy-drive-inflation-price-gains-remain-tepid/#.WtHIO4hubIW>

“BOJ’s Shirakawa: easy policy alone can’t fix problems”, Reuters, 2010.

<https://www.reuters.com/article/us-imf-shirakawa/bojs-shirakawa-easy-policy-alone-cant-fix-problems-idUSTRE69917320101010>

“BOJ to pump \$1.4 trillion into economy in unprecedented stimulus”, Reuters, 2013.

<https://www.reuters.com/article/us-japan-economy-boj/boj-to-pump-1-4-trillion-into-economy-in-unprecedented-stimulus-idUSBRE93216U20130404>

“Bruegel datasets” <http://bruegel.org/publications/datasets/sovereign-bond-holdings/>

Calicchio, S. 2013, “ETF - GLI EXCHANGE TRADED FUNDS RESI SEMPLICI: La guida introduttiva ai fondi ETF e alle relative strategie di trading e investimento”.

<http://www.calmail.it/>

“Cambio euro”. <https://www.cambioeuro.it/cambio-storico-yen-2001/#convertistorico>

“Chi è Jens Weidmann, il tedesco anti-Draghi (possibile) nuovo presidente BCE”, Money.it, 2018.

<https://www.money.it/Chi-e-Jens-Weidmann-sostituto-presidente-BCE-Draghi>

Coeure, B., 2013, “Where to exit to? Monetary policy implementation after the crisis.”, Discorso tenuto alla quindicesima Conferenza di Ginevra sulla World Economy dal titolo “Exit strategies: time to think about them”.

<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130503.en.html>.

“Consiglio direttivo”, Banca Centrale Europea.

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.it.html>

“Cos’è lo Spread e come si calcola”, Wall street Italia.

<http://www.wallstreetitalia.com/guide/capire-lo-spread/cose-lo-spread/>

Draghi, M., 2013. “Stable euro, strong europe”, Discorso tenuto al Wirtschaftstag, Berlino.

https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130625_1.en.html.

Draghi, M. 2014, “Communications challenges for policy effectiveness, accountability and reputation”, discorso tenuto in occasione del PR Manager of the Year Award, Francoforte.

https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20171114_central_bank_communications_conf/Christine_Graeff_Communications_Conference_Opening_remarks.pdf

Draghi, M., 2014. “Monetary policy communication in turbulent times.” Discorso tenuto alla conferenza per I 200 anni della Banca d’Olanda, Amsterdam.

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140424.en.html>

“ECB unveils €1.1tn QE plan to stimulate eurozone economy”, The Guardian, 2015.

<https://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/ecb-unveils-1-trillion-qe-plan-stimulate-eurozone-economy>

“EONIA”, Global-rates.

<http://it.global-rates.com/statistiche-economiche/statistiche-economiche.aspx>

“Euribor rates” <http://it.euribor-rates.eu/>

“Expansion of the Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, Bank of Japan, 2014.

“Global rates”, <http://it.global-rates.com/statistiche-economiche/statistiche-economiche.aspx>

<http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/banche-centrali/banca-centrale-giappone/interesse-boj.aspx>

“Glossario”, La voce.

<http://www.lavoce.info/suggerimenti/glossario/34C.html>

“I partner commerciali principali dell'UE nel 2015: gli USA per l'export, la Cina per l'import-
Ma, secondo i dati Eurostat, gran parte degli scambi avvengono tra gli stati membri. La Germania
primo importatore ed esportatore dell'Unione. UK vende per lo più fuori dall'Europa”

http://www.businesscommunity.it/m/20160413/fare/I_partner_commerciali_principali_dell_UE_nel_2015_gli_USA_per_l_export_la_Cina_per_l_import.php

“Identità di Fisher”, Bankpedia.

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/107-italian/i/20460-identita-di-fisher>

“Increasing shareholder return such as Dividend”, Sumitomo Mitsui Asset Management, 2017.

https://www.mof.go.jp/english/pri/reference/ssc/results_index.htm

“Indice Nikkei: il fallimento dell'Abenomics”, Italia Salva, 2016.

<https://www.italiasalva.it/2016/02/indice-nikkei-nessun-rendimento-nonostante-labenomics.html>

“Inflation.eu”. <http://it.inflation.eu/tassi-di-inflazione/giappone/inflazione-storica/>

“Introduction of the "Quantitative and Qualitative Monetary Easing", Bank of Japan, 2013.

“Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate", Bank
of Japan, 2016.

“Introductory statement to the press conference”, European Central Bank, 2012.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>

“Investing”, <https://it.investing.com/indices/japan-ni225-historical-data>

Krugman, P. 2010, “More on Friedman/Japan”, New York Times.

<https://krugman.blogs.nytimes.com/2010/10/29/more-on-friedmanjapan/>

Krugman, P. 2013, “Japan the model”, The New York Times.

<https://www.nytimes.com/2013/05/24/opinion/krugman-japan-the-model.html>

Kuroda, H. 2013, “Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, discorso tenuto presso la Yomiuri
International Economic Society, Tokyo.

Kuroda, H. 2014, “Ensuring Achievement of the Price Stability Target of 2 Percent”, discorso tenuto
in occasione del Kisaragi-kai Meeting a Tokyo.

Kuroda, H. 2016, "Introduction of "Quantitative and Qualitative Monetary Easing with a Negative Interest Rate", discorso tenuto al Kisaragi-kai Meeting di Tokyo.

“La BCE annuncia misure di politica monetaria volte a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria”, Banca Centrale Europea, 2014.

https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.it.html

“La Bce cambia pagina sul Qe, fine dell’attuale fase del programma di acquisti”, Il Sole 24 ore, 2017.

<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2017-12-12/la-bce-cambia-pagina-qe-112307.shtml?uuid=AE7elxQD>

“L'austerità uccide l'economia”, Il Sole 24 ore, 2013.

<http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2013-04-28/lausterity-uccide-economia093359.shtml?uuid=AbjH9BrH>

“La crisi finanziaria e i suoi sviluppi: gli insegnamenti di Hyman Minsky”, Fondazione A.J. Zaninoni, Dipartimento di Scienze economiche dell’Università di Bergamo, 2012.

“M1, M2, M3”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani

http://www.treccani.it/enciclopedia/m1-m2-m3_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

“Macrotrends” <http://www.macrotrends.net/2593/nikkei-225-index-historical-chart-data>

“Mercato monetario”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani.

http://www.treccani.it/enciclopedia/mercato-monetario_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

METI, 2017. “White Paper on Small and Medium Enterprises in Japan”.

“Ministry of Finance Japan”, <https://www.mof.go.jp/>

https://www.mof.go.jp/english/pri/reference/ssc/results_index.htm

“Minsky moment”, Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/m/minskymoment.asp>

Mitchell, B. 2012, "The ECB plan will fail because it fails to address the problem".

<http://bilbo.economicoutlook.net/blog/?p=20935>

“Monetary policy”, Bank of Japan.

<https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>

“Monetary policy decisions”, European Central Bank, 2014.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605.en.html>

“Monetary policy decisions”, European Central Bank, 2014.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140904.en.html>

“Monetary policy decisions”, European Central Bank, 2015.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151203.en.html>

“Monetary policy decisions”, European Central Bank, 2016.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208.en.html>

“Monetary policy decisions”, European Central Bank, 2016.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.en.html>

“Monetary policy decisions”, European Central Bank, 2017.

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>

“Monthly bulletin- february”, the European Central Bank, 2013

“Monthly bulletin-february”, the European Central Bank, 2014.

“NAIRU”, Bankpedia.

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/117-italian/n/21251-nairu>

Nakaso, H. 2017, “Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience” Discorso tenuto al “Central Banking Seminar” presso la Federal Reserve Bank di New York.

“Neutralità della moneta”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani.

http://www.treccani.it/enciclopedia/neutralita-della-moneta_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

Odendhal, C. 2014, “The ECB is not the German central bank”, Centre for European Reform

<http://www.cer.eu/insights/ecb-not-german-central-bank>

“OECD”, <http://stats.oecd.org/>

http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA_TABLE1#

<https://data.oecd.org/>

“New Framework for Strengthening Monetary Easing: Quantitative and Qualitative Monetary Easing with Yield Curve Control”, Bank of Japan, 2016.

“Ofx” <https://www.ofx.com/en-au/forex-news/historical-exchange-rates/yearly-average-rates/>

“OMT”, Dizionario di Economia e Finanza Treccani.

http://www.treccani.it/enciclopedia/omt_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

“Ottimo paretiano”, Okpedia.

https://www.okpedia.it/ottimo_paretiano

“PIIGS”, Enciclopedia Treccani.

<http://www.treccani.it/enciclopedia/piigs/>

“Politica monetaria”, Banca Centrale Europea.

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monpol/html/index.it.html>

“Portale open data EU” <https://data.europa.eu/euodp/it/home>

“Quantitative easing around the world: lessons from Japan, UK and US”, The Guardian

<https://www.theguardian.com/business/2015/jan/22/Quantitative-easing-around-the-world-lessons-from-japan-uk-and-us>

“Ronald Reagan, un attore protagonista alla Casa Bianca”, La Repubblica, 2016.

http://www.repubblica.it/venerdi/presidenti/2016/10/11/news/ronald_reagan_attore_protagonista-149492199/?refresh_ce

“SG Research & Analytics” <https://authentication.sgresearch.com/>

Smaghi, B.L. 2009, “Conventional and unconventional monetary policy”, discorso tenuto al “International Center for Monetary and Banking Studies”, Ginevra.

Statistical data warehouse”, European Central Bank.

<http://sdw.ecb.europa.eu/>

“Statistics”, Bank of Japan.

<https://www.boj.or.jp/en/statistics/outline/exp/tk/extk03.htm/>

“Statistics Japan”, <http://www.stat.go.jp/index.html>

“Tasso Euribor”, Global-rates.

<http://it.global-rates.com/tassi-di-interesse/euribor/tasso-di-interesse-euribor-3-mesi.aspx>

“The ECB survey of professional forecasters”, the European Central Bank, 2015.

“The ECB survey of professional forecasters”, the European Central Bank, 2016.

“The ECB survey of professional forecasters”, the European Central Bank, 2017.

“The ECB survey of professional forecasters”, the European Central Bank, 2018.

“The transmission mechanism of monetary policy”, Bank of England, 1999.

“Thomson Reuters” <https://www.thomsonreuters.com/en.html>

“Un politico alla Bce: chi è Luis De Guindos, il nuovo vice di Draghi”, il Sole 24 ore, 2018.
<http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2018-02-19/un-politico-bce-chi-e-luis-de-guindos-prossimo-vice-draghi--152708.shtml?uuiid=AEANYg2D>

“U.S. Inflation Rate by Year: 1929 – 2020”, The balance.
<https://www.thebalance.com/u-s-inflation-rate-history-by-year-and-forecast-3306093>.

“United States census bureau” <https://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5880.html>

“Verbatim of the remarks made by Mario Draghi”, European Central Bank, 2012.
<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

“Vicepresidenza Bce, De Guindos nominato dall'Eurogruppo”, La Repubblica. 2018.
http://www.repubblica.it/economia/2018/02/19/news/vicepresidenza_bce_l_irlandese_lane_si_ritira_dalla_corsa_strada_spianata_a_de_guindos-189237090/

“Yahoo finance” <https://finance.yahoo.com/>

“Ycharts” <https://ycharts.com/indicators/>

Fonti in lingua giapponese

谷口 洋志2015 『アベノミクスの経済政策』中央大学経済研究所。

羽森 直子2015 『欧州中央銀行のユーロ危機対策』流通科学大学論集—経済・情報・政策編—第23巻第2号, 111-130。

富夫 吉川、2016。『時代背景から見たアベノミクスの政治 経済分析』、大阪軽暖論集、第67巻号2。

金子 貞吉, 2016。『日銀の金融的緩和と国債』、中央大学経済研究所年報 第48。

矢尾板 俊 平. 2016、『日本経済再生と安倍政権の経済政策』、淑徳大学研究紀要、第50号。

井上 裕行. 2016、『アベノミクス3年間の実績を踏まえた政策評価』、東京経大学会誌 第293号石井 徹. 2017, 『アベノミクスの有効性についての研究』、つくば国際大学研究紀要、第27号。

『政府は黒田総裁を再任、副総裁に雨宮氏と若田部氏』、Bloomberg Jp., 2018.

<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2018-02-16/P44OQE6K50YA01>

Krugman, P. 2013, 『そして日本経済が世界の希望になる』、PHP 新書。

「日本銀行法」

http://elaws.egov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=409AC0000000089&openerCode=1

「日本銀行法」、第二十四条

http://elaws.egov.go.jp/search/elawsSearch/elaws_search/lsg0500/detail?lawId=409AC0000000089&openerCode=1#143

『政府、黒田日銀総裁の再任案を国会提示 副総裁候補に雨宮氏と若田部氏』、Reuters Japan, 2018. <https://jp.reuters.com/article/boj-kuroda-appointment-idJPKCN1G0079>

Fumiaki, Satô. 2016: 抜本的構造転換の企業戦略 (Corporate Strategy as Fundamental Structure Change), Hitotsubashi Business Review.

Ringraziamenti

Desidero ringraziare il Professor Revelant per le indicazioni e le impostazioni sulla ricerca. Ringrazio parimenti la Professoressa Mariotti per la disponibilità a fare da correlatrice.

Un gran ringraziamento alla mia famiglia e a tutti i miei parenti che mi hanno sempre e incondizionatamente sostenuto in tutti questi anni facendo sacrifici. Un grazie particolare a mia nonna che ha sempre creduto in me.

Ringrazio la mia ragazza per l'enorme pazienza dimostrata.

Ringrazio tutti i miei compagni del Collegio Internazionale Ca' Foscari con i quali ho condiviso un percorso di crescita sia come studente che come persona.

Ringrazio tutti i miei compagni e Maestri di karate e taekwondo che mi hanno aiutato e formato non solo come atleta, ma anche come uomo.