

**Urszula Szczerbowicz**

**Titolo della tesi di Dottorato: "Politiche monetarie non convenzionali"**

**Nome e Cognome del Direttore di tesi: Pierpaolo Benigno**

**Nome e Cognome del Co-Direttore di tesi : Henri Sterdyniak**

### **Abstract**

Questa tesi analizza le questioni relative alla attuazione della politica monetaria non convenzionale ed è organizzata in quattro capitoli. Il Capitolo 1 confronta le misure monetarie non convenzionali negli Stati Uniti (2007-2010), con la prima esperienza non convenzionale svolta in Giappone (1999-2006). In primo luogo, si discute il modo in cui sono state attuate le politiche non convenzionali da parte della Riserva Federale (FED) e la Banca del Giappone e si sostiene che la gestione del bilancio della FED si è basata sulle attività della banca centrale, mentre la gestione del bilancio della Banca del Giappone si è focalizzata sul lato delle passività. In secondo luogo, si studia l'impatto delle misure non convenzionali sui bilanci delle banche private, e in particolare sui loro prestiti ad altre banche, imprese e famiglie. Prestiti interbancari sono diminuiti in entrambi i paesi, ma negli Stati Uniti, in misura molto più grande. Al contrario, i prestiti alle imprese hanno subito una maggiore contrazione in Giappone, a causa di una doppia riduzione della leva finanziaria in società e istituzioni finanziarie. In terzo luogo, si discute l'evidenza empirica sull'efficacia delle politiche monetarie non convenzionali della FED e della Banca del Giappone. In Giappone, è la gestione delle aspettative che ha contribuito a ridurre i tassi a lungo termine, mentre negli Stati Uniti l'effetto di riequilibrio di portafoglio è stato più efficace. Infine, si discute dei rischi connessi alle politiche non convenzionali. Anche se l'inflazione non sembra essere un pericolo immediato, un notevole rischio di credito nel bilancio della FED rischia di causare delle perdite e minaccia l'indipendenza della FED. D'altra parte, la riluttanza della Banca del Giappone nell'impiegare *credit easing* e *quantitative easing* in modo più aggressivo ha minato la sua efficacia nella lotta contro le pressioni di *deleveraging* e deflazione.

Il Capitolo 2 esamina empiricamente l'impatto della politica monetaria non convenzionale e convenzionale negli Stati Uniti sullo *spread* Libor-OIS, sui tassi di interesse a lungo termine e sulle aspettative di inflazione a lungo termine. A questo scopo, studiamo il comportamento dei rendimenti dei titoli finanziari durante i giorni di annunci di politica monetaria. Troviamo che le linee di liquidità hanno un impatto debole sullo *spread* Libor-OIS di tre mesi. Gli acquisti di titoli di Stato a lungo termine e di titoli di Freddie Mac e Fannie Mae (Quantitative Easing 1, QE1) hanno abbassato i tassi

di interesse nominali a lungo termine. Inoltre, Quantitative Easing 2 (QE2) e le operazioni di salvataggio da parte della FED hanno aumentato le aspettative inflazionistiche a lungo termine. Abbiamo anche preso in considerazione l'impatto degli annunci di politica fiscale. Le operazioni di salvataggio del governo hanno ridotto lo *spread* Libor-OIS di tre mesi mentre gli annunci di stimolo fiscale hanno aumentato le aspettative inflazionistiche a lungo termine.

Il capitolo 3 esamina l'impatto delle politiche monetarie non convenzionali della BCE sui costi del rifinanziamento delle banche e dei governi della zona euro, attraverso l'event study. Più precisamente, misuriamo la risposta del mercato monetario, del mercato delle obbligazioni garantite e obbligazioni sovrane durante i giorni di annunci di politica monetaria. I risultati mostrano che tra le misure non convenzionali della BCE, il programma di acquisti di titoli di Stato a lungo termine (SMP) è stato il più efficace in termini di riduzione dei *spread* a lungo termine (*spread* delle obbligazioni sovrane e *spread* delle obbligazioni garantite). Gli effetti sono più importanti per gli *spread* sovrani della periferia dell'area dell'euro. Il forte impatto nella zona euro, superiore all'impatto delle misure analoghe negli Stati Uniti e nel Regno Unito suggerisce che l'intervento della banca centrale nel mercato sovrano è particolarmente efficace quando il rischio sovrano è importante. SMP ha anche ridotto i costi di rifinanziamento a più lungo termine per le banche, attraverso la riduzione degli *spread* delle obbligazioni garantite. Inoltre, i programmi di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP 1 e 2) hanno contribuito al ribasso degli *spread* delle obbligazioni garantite, *spread* dei titoli di Stato e degli *spread* sui mercati monetari. D'altra parte, l'annuncio dei prestiti alle banche di tre anni (LTRO) era efficace nel ridurre i costi di rifinanziamento delle banche attraverso una riduzione degli *spread* nei mercati monetari e *spread* delle obbligazioni garantite. Tuttavia, LTRO di 3 anni non ha abbassato i tassi dei titoli del debito pubblico

Nel Capitolo 4 abbiamo incorporato un piccolo e variabile nel tempo "rischio di disastro", à la Gourio (2012) in un modello Neo-Keynesiano. Questa caratteristica era importante durante la crisi del 2007-2009 ed ha contribuito all'aumento dei premi di rischio sui mercati finanziari motivando degli interventi monetari non convenzionali. Nel nostro modello, un piccolo cambiamento nella probabilità di disastro può influenzare quantità macroeconomiche e i prezzi dei titoli finanziari. Il disastro in questo contesto rappresenta un evento raro, come la recessione prolungata, che porta alla distruzione del capitale degli agenti. In particolare, una maggiore probabilità di disastro è sufficiente a generare una recessione, senza che il disastro arrivi effettivamente. In presenza di concorrenza monopolistica e rigidità dei prezzi, questo modello fornisce un quadro di riferimento per le interazioni dinamiche tra gli effetti macroeconomici di eventi rari e le rigidità nominali, particolarmente adatto per l'analisi della politica monetaria convenzionale e non convenzionale.

Questa tesi mette in evidenza la diversità delle strategie monetarie non convenzionali e l'importanza delle caratteristiche specifiche di ciascun Paese per il loro disegno e l'efficacia. Concludiamo che gli acquisti diretti dei titoli a lungo termine hanno abbassato i tassi di interesse a lungo termine, in particolare in presenza di un "rischio Paese" elevato. Gli acquisti dei titoli di Stato possono avere un impatto sulle aspettative inflazionistiche a lungo termine, fino a quando l'aumento della base monetaria è percepito come permanente. L'impatto di allentamento quantitativo sulle aspettative inflazionistiche deve essere comunque oggetto di ulteriori indagini, tenendo conto dei dati nell'area dell'euro e nel Regno Unito. Troviamo anche che le linee di liquidità hanno avuto solo un piccolo impatto sulle tensioni del mercato interbancario. Concludiamo che le banche centrali hanno assunto il ruolo di intermediazione interbancaria e quindi il mercato interbancario è diventato meno rilevante per il rifinanziamento delle banche. Nella ricerca futura, si dovrà stabilire se la liquidità fornita alle banche è stata successivamente utilizzata a servizio delle imprese e delle famiglie, e se i bassi tassi di interesse sono stati trasmessi ai clienti delle banche. Infine, abbiamo costruito un nuovo modello keynesiano in cui l'aumento della percezione di rischio di agenti porta ad una recessione "self-fulfilling". Tale modello rappresenta un "framework" privilegiato per valutare l'efficacia delle politiche monetarie non convenzionali e nel quale sarebbe possibile confrontare diverse misure non convenzionali in termini di miglioramento del benessere in una nostra ricerca futura.