

# LUISS



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

## L'efficacia del coordinamento tra Politica monetaria e Politica fiscale Nei periodi di crisi: confronto tra Scenario Europeo e Usa

Relatore  
Prof.Salvatore Nisticò

Candidato  
Margherita Gentili Matr.219051

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

Titolo:

**L'Efficacia del Coordinamento Tra La Politica Monetaria e Fiscale nei Periodi di Crisi: Confronto tra Scenario Europeo e USA**

**CAP 1: COORDINAMENTO E MANCANZA DI COORDINAMENTO TRA LA POLITICA MONETARIA E LA POLITICA FISCALE IN AMERICA E IN EUROPA; DUE MODELLI A CONFRONTO**

*1.1 INTRODUZIONE: BREVE SPIEGAZIONE DELLA DIFFERENZA TRA LA POLITICA MONETARIA E FISCALE: STRUMENTI ED EFFETTI*

*1.2 STRUTTURA E GOVERNANCE DELLA BCE*

*1.3 OBIETTIVI E STRUMENTI POLITICA MONETARIA BCE*

*1.4 STRUTTURA E GOVERNANCE DELLA FED*

*1.5 OBIETTIVI E STRUMENTI POLITICA MONETARIA FED*

*1.6 COORDINAMENTO TRA POLITICA MONETARIA E FISCALE NEI DUE MODELLI IN ESAME*

**CAP 2: BREVE EXCURSUS SULLA RECENTE CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA DEI DIBITI SOVRANI (2008-2011):IL RUOLO DELLA BCE E DELLA FED**

*2.1 LA GRANDE CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA:IL RUOLO DELLA FED*

*2.2 GLI INTERVENTI DELLA BCE*

*2.3 I RISVOLTI DELLA CRISI IN AMERICA E EUROPA: DUE MODELLI A CONFRONTO*

**CAP 3: STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA E FISCALE NELL'ATTUALE CRISI CON RIFERIMENTO ALLO SCENARIO EUROPEO E A QUELLO USA**

*3.1 LA RECENTE CRISI*

*3.2 ATTUALI MANOVRE DI POLITICA MONETARIA E FISCALE; CONFRONTO TRA L'EUROPA E IL NORD AMERICA*

*3.3 L'HELICOPTER MONEY : UNA SOLUZIONE ALLA CRISI?*

*3.4 CONCLUSIONE: VALUTAZIONI PERSONALI RIGUARDO L'EFFETTIVA EFFICACIA DI COORDINAMENTO TRA POLITICA MONETARIA E POLITICA FISCALE IN PERIODI DI CRISI*

## **INTRODUZIONE:**

Nella situazione di crisi causata dalla pandemia da covid-19 ha preso forma la mia tesi; il mio interesse per la risoluzione della stessa dal punto di vista economico mi ha spinto a scegliere il coordinamento tra la politica fiscale e monetaria come argomento della mia analisi, poiché a mio parere oggi non si può più pensare ad una risoluzione della crisi senza una correlazione tra le due. Per poter approfondire il periodo in cui attualmente ci troviamo e soprattutto per poter capire le manovre che attualmente stanno prendendo forma nei due contesti socio-politici da me scelti, Europa e Stati Uniti, tema centrale del terzo capitolo della mia tesi, sono partita nel primo capitolo analizzando in generale il campo d'azione della politica monetaria e di quella fiscale per poi passare ad un'analisi più approfondita della BCE e della FED, nella loro struttura e governance e degli strumenti di politica monetaria convenzionali e non utilizzati dalle stesse.

Capire il contesto in cui ci troviamo oggi, conoscere gli strumenti messi in campo per arginare la crisi è, soprattutto per uno studente di economia, di sostanziale importanza e questa conoscenza non può avvenire se scollegata dalla comprensione di fenomeni analoghi avvenuti nel passato ; il tema del mio secondo capitolo è infatti la crisi del 2007-2008 e come questa sia stata arginata e risolta grazie agli strumenti di politica fiscale e monetaria messi in campo.

Ho preso in analisi due scenari diversi, sia per assetto istituzionale sia per strumenti effettivamente utilizzati, in modo da avere una prospettiva più ampia: essendo il mondo di oggi fortemente interconnesso non si può più pensare che una crisi economica che inizi in un luogo specifico abbia dei risvolti solo nel perimetro in cui la stessa è nata, bensì si deve pensare ormai in termini globali e dunque ad una risoluzione a più ampio raggio che si fondi su un'interconnessione tra le varie politiche monetarie e fiscali ; è dunque proprio questo il fulcro della mia tesi

È efficace il coordinamento tra politica monetaria e fiscale in una situazione di crisi?

# **CAP 1: COORDINAMENTO E MANCANZA DI COORDINAMENTO TRA LA POLITICA MONETARIA E LA POLITICA FISCALE IN AMERICA E IN EUROPA; DUE MODELLI A CONFRONTO**

## ***1.1 INTRODUZIONE: BREVE SPIEGAZIONE DELLA DIFFERENZA TRA LA POLITICA MONETARIA E FISCALE: STRUMENTI ED EFFETTI***

Entrambe le politiche, di carattere monetario e fiscale, possono essere analizzate indicando:

- obiettivi;
- strumenti politici volti a raggiungerli;
- autorità che controllano gli strumenti.

La politica monetaria si riferisce alle azioni intraprese dalla banca centrale per regolare l'offerta di moneta in modo da perseguire obiettivi macroeconomici che promuovono una crescita economica sostenibile.

I suoi obiettivi possono essere sintetizzati come di seguito:

- 1) **obiettivi intermedi:** si riferiscono alle variabili relative al mercato monetario come tassi di interesse, tassi di cambio o aggregati monetari e creditizi;
- 2) **obiettivi operativi:** facendo riferimento alle variabili sotto il controllo delle banche centrali, in quanto riferite al mercato interbancario in cui è condotta la politica nei paesi industrializzati; queste possono essere espresse in termini di tasso di interesse o di aggregati quantitativi (stock di riserve bancarie o determinate componenti di tale stock)
- 3) **obiettivi finali:** relativi all'andamento di alcune variabili macroeconomiche fondamentali da cui si assume dipendere il benessere di una collettività come inflazione, reddito, occupazione, pareggio dei conti all'estero.

La sintesi tra obiettivi (intermedi, operativi e finali), procedure operative e strumenti utilizzati determina il "Regime Monetario".

La banca centrale utilizza, per raggiungere gli obiettivi indicati, i seguenti strumenti di politica monetaria:

- variazione dei tassi ufficiali d'interesse;
- manovra del coefficiente di riserva obbligatoria;
- strumenti non convenzionali, utilizzati anche in periodo di crisi, come ad es. (i) prestiti a tasso fisso a scadenze più lunghe, (ii) adeguamento delle dimensioni e /o della composizione delle attività della banca centrale (come ad esempio un allentamento quantitativo o operazioni di "rotazione") per influenzare i tassi di interesse più lunghi e le aspettative di

tassi a breve futuri e cambi, (iii) interventi per prevenire l' apprezzamento o persino per indurre un deprezzamento valutario.

La politica fiscale si riferisce all'uso della spesa pubblica e degli interventi fiscali per influenzare le condizioni economiche, in particolare le condizioni macroeconomiche, compresa la domanda aggregata di beni e servizi, occupazione, inflazione e crescita economica.

Essa si basa sulle indicazioni dell'economista britannico John Maynard Keynes, il quale teorizzò che i governi possono influenzare i livelli di produttività macroeconomica aumentando o diminuendo i livelli fiscali e la spesa pubblica; tale influenza, a sua volta, limita l'inflazione (generalmente considerata salutare tra il 2% e il 3%), aumenta l'occupazione e mantiene un sano valore del denaro.

Secondo la teoria keynesiana, sviluppata dopo la Grande Depressione, i governi utilizzano la leva della politica fiscale per stabilizzare il ciclo economico, la cui componente fondamentale è rappresentata dalla domanda aggregata (composta da consumer spending, business investment spending, net government spending, e net exports). La gestione efficiente della politica fiscale e della spesa pubblica possono controbilanciare l'eccessiva variabilità della componente privata.

In particolare, una politica fiscale può essere ricondotta alle seguenti categorie:

- **espansiva**: a fronte di un quadro recessivo con diminuzione della domanda aggregata, il governo persegue obiettivi di crescita in deficit attraverso una combinazione dei seguenti strumenti:
  - o diminuzione dell'imposizione fiscale: aumenta il reddito disponibile dei consumatori e delle imprese; il connesso aumento della domanda incrementa l'offerta di lavoro e la competitività del relativo mercato agendo altresì sui salari
  - o **aumento della spesa senza incrementare l'imposizione fiscale**: il corrispondente aumento dell'offerta pubblica di lavoro stimola la domanda aggregata.
- **restrittiva**: a fronte di un aumento dell'inflazione o di un eccessivo indebitamento, il governo incrementa l'imposizione fiscale, riduce la spesa pubblica e l'occupazione o i salari statali.

L'aumento della domanda riveniente da una politica monetaria espansiva può comportare, oltre alla crescita del GDP, l'aumento dell'inflazione, definita come il saggio di incremento dei prezzi di un determinato paniere di beni e servizi lungo un determinato periodo di tempo. Formalizzando:

*Inflazione = (Valore finale indice prezzi consumo/valore iniziale indice prezzi consumo)*

In particolare, l'incremento dell'inflazione deriva da 3 effetti:

- 1) Demand-pull: l'aumento della domanda è più rapido di quello della capacità produttiva dell'economia. Si genera un gap di offerta che comporta un incremento dei prezzi;

- 2) Cost-push: l'incremento dei prezzi degli input (lavoro, materie prime, servizi) comporta un più elevato prezzo del prodotto finito;
- 3) Built-in: l'aumento dei prezzi riconducibile agli effetti precedenti rende necessario un aumento dei salari, comportando un nuovo aumento dell'inflazione cost-push in quella che viene definita la "spirale salari-prezzi".

Normalmente espressa in termini percentuali, l'inflazione rappresenta altresì la perdita di valore della moneta di una nazione. Qualora l'inflazione superi un determinato livello (cd. target), la correzione del ciclo economico attraverso la sola politica fiscale può non rivelarsi sufficiente. Pertanto, la responsabilità del monitoraggio dell'inflazione è normalmente attribuita alla Banca Centrale rientrando tra i primari obiettivi della politica monetaria.

In sintesi, le politiche monetaria e fiscale perseguono obiettivi distinti; tuttavia, sotto taluni profili, possono influenzarsi reciprocamente e persino convergere. È pertanto ipotizzabile, almeno teoricamente, un utile coordinamento.

Prima di descrivere le forme di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale nei due scenari europeo e americano, si illustra brevemente, di seguito, il quadro istituzionale degli attori coinvolti, precisando che il presente lavoro è focalizzato sulla politica monetaria e che si tratterà della politica fiscale prevalentemente in funzione dei suoi rapporti con la prima.

## ***1.2 STRUTTURA E GOVERNANCE DELLA BCE***

La Banca Centrale Europea (d'ora in avanti BCE) costituisce l'elemento sostanziale del sistema di << *central banking* >> europeo: secondo quanto stabilito dal Trattato CE, infatti, la BCE è posta al centro del processo di politica monetaria dell'area dell'euro, essendo un'istituzione dotata di personalità giuridica a differenza dell'Eurosistema, poiché rappresenta l'entità dotata delle strutture e delle risorse necessarie per svolgere l'attività di banca centrale. La BCE è un'istituzione sovranazionale che ha il compito di svolgere la politica monetaria in un'area formata da Stati autonomi.

Infatti mentre la politica monetaria è affidata interamente alla banca centrale dell'eurozona, la politica economica è rimasta per intero nelle mani degli stati membri, i quali hanno, però, l'obbligo di "*contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità*" e si sono dovuti conformare ai criteri di convergenza imposti dal Trattato sull'Unione Europea.

Dal 1° gennaio 1999 - data di nascita dell'area euro, quando le banche centrali nazionali (BCN) di 11 Stati membri dell'Unione europea (UE) hanno trasferito alla BCE le proprie competenze in materia di politica monetaria - la BCE ha assunto la responsabilità della conduzione della politica

monetaria per l'area dell'euro, che rappresenta la seconda maggiore economia al mondo dopo gli Stati Uniti.

<sup>1</sup> [...Il Consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE, comprende i sei membri del Comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei 19 paesi dell'area dell'euro e si occupa di :

- adottare indirizzi e prendere decisioni al fine di assicurare lo svolgimento dei compiti affidati alla BCE e all'Eurosistema.
- Formulare la politica monetaria per l'area dell'euro. Ciò comporta, fra l'altro, l'assunzione delle decisioni in merito agli obiettivi monetari, ai tassi di interesse di riferimento e all'offerta di riserve nell'Eurosistema, nonché la definizione degli indirizzi per l'attuazione di tali decisioni.
- Nel contesto delle nuove competenze di vigilanza bancaria della BCE, adottare sia deliberazioni relative al quadro generale entro il quale le decisioni di vigilanza sono assunte, sia progetti di decisione completi del Consiglio di vigilanza secondo la procedura di non obiezione.

Gli altri organi di cui si compone la BCE sono:

- Il Comitato esecutivo che comprende il Presidente, il Vicepresidente ed altri quattro membri; tutti i membri sono nominati dal Consiglio europeo, che delibera a maggioranza qualificata. Il comitato esecutivo è responsabile per le azioni finanziarie quotidiane e per la gestione della BCE e dell'Eurosistema;
- Il Consiglio Generale composto dal Presidente, il Vicepresidente, i governatori delle banche centrali nazionali dei 27 Stati membri dell'UE; vi sono rappresentati i 19 paesi appartenenti all'area dell'euro e i 8 paesi che non ne fanno parte. Gli altri membri del Comitato esecutivo della BCE, il Presidente del Consiglio dell'UE e un membro della Commissione europea possono partecipare alle riunioni del Consiglio generale, ma senza diritto di voto. Il Consiglio generale può essere considerato un organo di transizione: esso svolge i compiti in precedenza affidati all'Istituto monetario europeo, e quindi assunti dalla BCE nella Terza fase dell'Unione economica e monetaria, poiché non tutti gli Stati membri dell'UE hanno ancora adottato l'euro. Il compito principale del Consiglio Generale è quello di incoraggiare la cooperazione fra le banche centrali nazionali degli stati membri della UE. In applicazione dello Statuto, il Consiglio generale sarà sciolto una volta che tutti gli Stati membri dell'UE avranno introdotto la moneta unica;

---

<sup>1</sup> Per la suddivisione degli organi decisionali della Bce cfr.

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

- il Consiglio di vigilanza, che si compone di Presidente (nominato con mandato quinquennale non rinnovabile), Vicepresidente (scelto fra i membri del Comitato esecutivo della BCE), quattro rappresentanti della BCE, rappresentanti delle autorità di vigilanza nazionali. Esso, coadiuvato nei suoi compiti dal comitato direttivo.

si riunisce ogni tre settimane per discutere, pianificare e svolgere i compiti di vigilanza della BCE; presenta progetti di decisione al Consiglio direttivo in base alla procedura di non obiezione...]

Come dimostra la struttura decisionale della stessa, il sistema di << central banking >> europeo si caratterizza quindi per un elevato grado di accentramento del processo decisionale e da un altrettanto notevole livello di decentramento del procedimento operativo, rispetto al quale la BCE svolge il ruolo di garante dell'efficacia e dell'efficienza della politica monetaria unica.

### ***1.3 OBIETTIVI E STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE:***

Il Trattato di Maastricht affida alla BCE il mandato prioritario di perseguire la stabilità dei prezzi nell'area dell'Euro. Il trattato muove da una concezione "monetarista", desumibile dai compiti attribuiti alla BCE e dalla sua posizione istituzionale di indipendenza dai governi.

Infatti, ancorché non sia stata fissata nello statuto una regola automatica di creazione monetaria, l'indicazione di un unico obiettivo quale la stabilità dei prezzi e la non interferenza politica nella sua determinazione sembrano consolidare il divieto di interferire sull'andamento del ciclo economico attraverso l'uso di strumenti monetari.

Il compito della BCE è dunque di elaborare una strategia di politica monetaria con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, che viene indicato nell' *"aumento sui 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area euro inferiore al 2%"*.

Al fine di orientare la politica monetaria secondo scelte credibili, e, sotto il profilo temporale, coerenti, si è definito un chiaro quadro di riferimento che prenda in considerazione le caratteristiche principali del sistema economico e la struttura del mercato finanziario dell'area dell'euro.

Si è quindi ritenuto opportuno, per individuare tempestivamente possibili fonti di rischio per la futura stabilità dei prezzi e valutare, al contempo, l'adeguatezza degli interventi di politica monetaria, procedere all'analisi, in linea con le prassi attualmente seguite dalle banche centrali, di un ampio gruppo di variabili economiche, che fungono da utili indicatori-anticipatori, tra le quali riveste un ruolo fondamentale la moneta.

Gli aggregati monetari includono le passività monetarie delle Monetary Financial Institutions<sup>2</sup> (nel proseguo “MFIs”) nei confronti di soggetti residenti diversi dalle MFIs residenti nell’Area Euro esclusi i governi centrali. In particolare:

- M1: è la somma della valuta in circolazione e dei depositi a vista;
- M2: è la somma di M1, depositi con scadenza prestabilita fino a due anni e depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi;
- M3: è la somma di M2, pronti contro termine, quote / quote di fondi del mercato monetario e titoli di debito con scadenza fino a due anni.

La BCE calcola i tassi di crescita degli aggregati monetari, e delle loro componenti e controparti, sulla base delle operazioni piuttosto che semplicemente confrontando le consistenze di fine periodo. I tassi di crescita sono calcolati da un indice che si ottiene (a partire da un periodo base) dividendo le operazioni per le consistenze all'inizio del periodo cui si riferiscono. I dati di stock si riferiscono al valore delle attività e delle passività dell'ultimo giorno del periodo di riferimento (mese o trimestre), che di norma è l'ultimo giorno di calendario. Le transazioni del periodo corrente sono calcolate deducendo l'effetto dei fattori che non si riferiscono a transazioni dalla differenza di consistenze nel periodo. Questi fattori sono: • riclassificazioni e altri aggiustamenti, che coprono i cambiamenti nelle consistenze di bilancio che derivano da cambiamenti nella composizione e struttura della popolazione delle IFM, cambiamenti nella classificazione degli strumenti finanziari e controparti, cambiamenti nelle definizioni statistiche e la correzione (parziale) di errori di segnalazione; • aggiustamenti da rivalutazione, derivanti da variazioni dei prezzi di attività e passività, variazioni dei tassi di cambio che incidono su attività e passività denominate in valuta estera, e cancellazioni o svalutazioni di prestiti. Questi fattori danno luogo a interruzioni nelle serie e quindi influenzano la comparabilità di due scorte di fine periodo successive.

L’aggregato monetario di riferimento per la BCE è l’M3, il quale, come sopra illustrato, rappresenta la somma tra l’aggregato M2 e i pronti contro termine, le quote di partecipazione a fondi di investimento monetario e i titoli obbligazionari con scadenza fino a due anni.

Il Consiglio Direttivo della BCE ha annunciato di avere privilegiato un aggregato monetario ampio come M3 perché esso ha presentato negli ultimi anni una relazione stabile con il PIL.

---

<sup>2</sup> Secondo la definizione BCE, rientrano tra le MFIs: (i) Banche Centrali residenti; (ii) Banche residenti; (iii) altre imprese residenti la cui attività sia la raccolta di risparmio da soggetti diversi da MFIs e l’esercizio del credito e/o l’effettuazione di investimenti in strumenti finanziari per conto proprio; (iv) gli istituti di moneta elettronica operanti principalmente nell’intermediazione finanziaria nella forma dell’emissione di moneta elettronica e (v) i fondi del mercato monetario. Per una lista delle MFIs aggiornata giornalmente si veda [https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_corporations/list\\_of\\_financial\\_institutions/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/html/index.en.html)

Sotto il profilo metodologico, si è ritenuto compatibile con la stabilità dei prezzi un livello di crescita M3 fissato al 4,5%: lo scostamento da tale saggio di crescita non determina direttamente una modifica immediata dell'azione di politica monetaria, ma funge da indicatore previsionale della dinamica dei prezzi e dei rischia alla stabilità degli stessi.

Con riferimento al catalogo di strumenti di cui la BCE dispone, sono incluse le operazioni di mercato aperto, le operazioni su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria. In particolare:

- le **operazioni di mercato aperto** si svolgono su iniziativa della BCE, la quale stabilisce modalità e condizioni per la loro attuazione volta alla gestione dei tassi di interesse e della liquidità nell'Area Euro; tra queste svolgono un ruolo cruciale (i) le operazioni di rifinanziamento principali, rappresentate da pronti contro termine a brevissima scadenza con frequenza settimanale regolate con meccanismo d'asta; (ii) le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (cd. "LTROs")<sup>3</sup> sono rappresentate da pronti contro termine a 3 mesi; (iii) le operazioni di mercato aperto dette di "*fine tuning*" (che possono essere sia *reverse*, *swaps od outright*) sono finalizzate principalmente, data la loro rapidità, a far fronte a variazioni inattese della liquidità sul mercato e a ridurre gli effetti sui tassi d'interesse causati da fluttuazioni impreviste della liquidità; . (iv) le operazioni strutturali possono essere effettuate dall'Eurosistema attraverso operazioni temporanee, operazioni definitive e l'emissione di certificati di debito. Queste operazioni vengono eseguite ogniqualvolta la BCE desidera adeguare la posizione strutturale dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario (su base regolare o non regolare). Le operazioni strutturali sotto forma di operazioni temporanee e l'emissione di strumenti di debito sono effettuate dall'Eurosistema mediante aste standard. Le operazioni strutturali sotto forma di operazioni definitive sono normalmente eseguite mediante procedure bilaterali.
- Le operazioni rimesse **all'iniziativa delle controparti**, denominate "*standing facilities*", sono invece strumenti di rifinanziamento e di drenaggio della liquidità e forniscono un limite alle fluttuazioni dei tassi di interesse overnight. Esse svolgono inoltre una funzione informativa in un orizzonte temporale di medio periodo e segnalano l'orientamento generale della politica monetaria. A differenza delle operazioni di mercato aperto, che sono effettuate su iniziativa dell' Eurosistema, nelle operazioni di "*standing facilities* " , gestite dalle banche centrali nazionali a livello decentrato, l'iniziativa è rimessa alle istituzioni creditizie controparti dell' Eurosistema . Nelle misure di questa tipologia le controparti della banca

---

<sup>3</sup>Tra queste si segnalano, per il loro particolare rilievo nel contesto attuale, i programmi relativi alle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO), che offrono agli enti creditizi dell'area dell'euro finanziamenti con scadenze pluriennali diretti a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenendo l'erogazione del credito bancario all'economia reale.

centrale nazionale possono accedere a due tipi di operazioni, le **operazioni di rifinanziamento marginale** e le **operazioni di deposito**. le prime consentono alle controparti di ottenere liquidità *overnight* a fronte di attività stanziabili in misura sufficiente; le seconde consentono invece alle controparti di costituire presso la BCE depositi *overnight* la cui remunerazione rappresenta normalmente il *floor* del tasso di interesse *overnight* di mercato.

- Il **regime di riserva obbligatoria**, utilizzato in funzione degli obiettivi di politica monetaria. Attraverso di esso si stabilizzano infatti i tassi di interesse del mercato monetario, creando, al contempo, un fabbisogno di liquidità. In particolare, nel quadro dell'Eurosistema la riserva obbligatoria rappresenta la percentuale delle passività che le Banche devono detenere, sotto forma di depositi, presso la banca centrale nazionale. <sup>4</sup>“L'ammontare della riserva obbligatoria è calcolato a partire dalle passività di bilancio a cui vengono applicate delle aliquote. Per soddisfare l'obbligo, le banche devono detenere sul loro conto presso la banca centrale nazionale, l'ammontare risultante dal calcolo. Il rispetto dell'obbligo di riserva è determinato in base alla media dei saldi di fine giornata detenuti sui conti di riserva nell'arco di un periodo di 6 o 7 settimane, il cosiddetto periodo di mantenimento. Il calendario dei periodi di mantenimento viene fissato periodicamente<sup>5</sup>. La remunerazione della riserva obbligatoria è legata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema<sup>6</sup>. La BCE pubblica con cadenza mensile l'elenco delle Banche sottoposte ad obblighi di riserva<sup>7</sup>.”

“In circostanze economiche normali la BCE orienta le condizioni finanziarie più generali e infine gli andamenti macroeconomici e l'inflazione fissando i tassi di interesse di riferimento a breve termine. Tuttavia, a seguito della crisi finanziaria mondiale, i tassi di riferimento si sono avvicinati al loro limite inferiore effettivo, punto in cui un'ulteriore riduzione avrebbe un effetto minimo o nullo. La BCE ha quindi messo in campo le misure non convenzionali per far fronte ai rischi connessi a un periodo troppo prolungato di bassa inflazione e per riportare l'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine, come definisce il Consiglio direttivo la stabilità dei prezzi, tra questi vi sono”<sup>8</sup>:

---

<sup>4</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/riserva-obbligatoria/index.html>

<sup>5</sup> Cfr. sezione Calendari dell'Eurosistema nel sito web della Banca d'Italia.

<sup>6</sup> Cfr. sezione Tassi dell'Eurosistema nel sito web della Banca d'Italia.

<sup>7</sup> Elenco disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/paym/html/midMFI.en.html>

<sup>8</sup> Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.it.html>

- [...L'**Asset Purchase Program ("APP")**<sup>9</sup>, costituito dal programma di acquisto di titoli da parte della banca centrale. Nell'ambito dell'APP l'Eurosistema conduce quattro programmi di acquisto di titoli pubblici e privati:
  - o il terzo Covered Bond Purchase Programme (CBPP3, dal 20 ottobre 2014), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
  - o l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
  - o il Public Sector Purchase Programme (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area dell'euro;
  - o il Corporate Sector Purchase Programme (CSPP, dall'8 giugno 2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari e, da marzo 2020, commercial paper emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro....]

Nell'ambito dello scoppio della pandemia la Bce ha inoltre deciso di avviare il **PEPP** (Il programma di acquisto di emergenza pandemico), una misura di politica monetaria non standard avviata nel marzo 2020 per contrastare i gravi rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro rappresentate dall'epidemia di coronavirus (COVID-19), essendo dedicato nella mia tesi un capitolo apposito che riguarda le manovre di politica monetaria attuate dalla BCE nell'attuale periodo di crisi, non mi dilungherò in questa sede, nella spiegazione delle stesse.

#### **1.4 STRUTTURA E GOVERNANCE DELLA FED:**

La FED presenta marcate differenze dalla BCE sotto l'aspetto storico, della struttura, della *governance* ed infine, *last but not least*, degli strumenti utilizzati e degli obiettivi da conseguire attraverso la politica monetaria.

Il *Federal Reserve System* ha origini ben più antiche della BCE, risalendo al Congresso del 1913 nel quale il presidente Wilson firmò il "*Federal Reserve Act*"; a differenza della BCE, che, come si è visto, è un'istituzione sopranazionale, la FED è costituita secondo un'organizzazione territoriale a base federale, composta da un'agenzia centrale con sede a Washington (*il Board of Governors*) e dodici FED locali dislocate nelle principali città degli Stati Uniti. Un'ulteriore componente del sistema è costituito dal FOMC (*Federal Open Market Committee*), vero organo esecutivo della Fed.

---

<sup>9</sup> Per il seguente elenco cfr <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>

Gli organi di cui si compone la FED sono:

- Il “ *Board of Governors* “ , formato da sette membri, eletti dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato, ognuno dei quali dura in carica per quattordici anni; le nomine, effettuate in modo tale che il 31 gennaio di ogni anno pari scada il mandato, garantiscono un ricambio graduale. Nel suo campo di attività rientrano:
  - o l’analisi dell’andamento dell’economia statunitense ed internazionale;
  - o le decisioni in merito alla conduzione della politica monetaria della FED;
  - o la supervisione e la regolamentazione di talune istituzioni bancarie ;
  - o la supervisione sul sistema dei pagamenti statunitense.
- Le **dodici Fed locali**, distribuite sul territorio statunitense, contribuiscono allo svolgimento delle funzioni della Fed; ogni distretto locale ha il suo Board of Directors di nove membri scelti al di fuori della banca, tre dei quali rappresentano le banche commerciali membri del sistema della riserva federale (definiti di “Classe A”), mentre i tre di “Classe B” e “Classe C” rappresentano il pubblico. Le banche commerciali che fanno parte del sistema della riserva federale nominano in ogni distretto i membri di Classe A e B mentre il Board nomina quelli di Classe C; il Board of Directors di ogni Fed locale nomina il Presidente che svolge le funzioni di Chief Executive Officer della Fed locale. Tra i compiti delle Fed locali ci sono: la distribuzione di banconote e monete, la gestione effettiva del sistema dei pagamenti, lo svolgimento delle funzioni di tesoreria per conto del Tesoro Americano, la gestione di operazioni di “sconto” bancario nei rispettivi distretti.
- Il **FOMC**, composto da 7 membri del *Board of Governors*, più cinque dei dodici presidenti delle Fed locali ( il presidente della Fed di New York è membro permanente mentre gli altri 4 ruotano). Si riunisce otto volte l’anno e le riunioni affrontano tutti i temi nell’agenda preparata su impulso del Chairman da parte del segretario del FOMC. Esso ha il compito di supervisionare le operazioni di mercato aperto della FED. Dalla composizione del FOMC emerge che è assegnato maggior peso al “centro” del sistema che alla “periferia” in quanto i 7 membri del *Board of Governors* e il Presidente della FED di New York sono costantemente in grado di mettere in minoranza gli altri 4 membri votanti del FOMC.

### ***1.5 OBIETTIVI E STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA DELLA FED:***

La FED ha le seguenti finalità:

- condurre la politica monetaria nazionale;
- supervisionare e regolare il sistema bancario;

- proteggere i diritti di credito dei consumatori;
- mantenere la stabilità del sistema finanziario;
- provvedere alla fornitura di servizi finanziari del sistema.

La *mission* dell'istituto è così definita dal Federal Reserve Act: “*Il Board of Governors del Federal Reserve System e la Federal Open Market Committee devono mantenere, nel lungo periodo, una crescita degli aggregati monetari e creditizi compatibile con la crescita potenziale della produzione di lungo periodo dell'economia, in modo da promuovere effettivamente gli obiettivi di occupazione massima, stabilità dei prezzi e tassi di interesse a lungo termine moderati*”.

Gli obiettivi di politica monetaria della Fed sono quindi il perseguimento del massimo livello di occupazione possibile unitamente al mantenimento della stabilità dei prezzi e di valori contenuti dei tassi di interesse di lungo termine. Ne consegue che la Fed è tenuta, per mandato, ad attribuire uguale importanza all'occupazione ed alla stabilità dei prezzi.

Il collegamento esistente tra l'economia e la politica monetaria è assicurato dal *federal funds markets*, che è il mercato dove avviene il commercio delle eccedenze di riserve bancarie. La Fed infatti obbliga gli istituti di credito a detenere presso le *Reserve Banks* dei fondi di riserva la cui quantità viene stabilita dal *Board of Governors*. Quando le banche superano il limite minimo prefissato, hanno quindi la possibilità di prestare le eccedenze agli altri istituti di deposito attraverso i *funds loans*.

Il mercato interbancario così formatosi è regolato dal *target federal funds rate*, tasso a breve termine sulle operazioni di prestito tra gli istituti di credito; tale tasso è il fulcro della conduzione della politica monetaria statunitense, perché dal suo andamento dipendono direttamente i tassi di interesse a breve termine che le banche applicano sul mercato di credito.

La Fed implementa le proprie decisioni di politica monetaria influenzando le condizioni del mercato sui fondi federali che le istituzioni di deposito detengono presso le *Reserve Banks*: la Banca Centrale decide il livello di *federal funds rate* e lo controlla attraverso gli strumenti di politica monetaria quali:

- operazioni di mercato aperto,
- imposizione delle riserve
- estensione del credito tramite la *discount window*.

Nel corso degli anni, la Federal Reserve ha fatto affidamento su operazioni di mercato aperto per gestire le condizioni del mercato dei fondi federali e mantenere il tasso sui fondi federali al livello stabilito dal FOMC.

Semplificando, il meccanismo che governa tali operazioni è il seguente:

- l'*Open Market Desk* (il *Desk*) della *Federal Reserve Bank di New York*, che per fare ciò ha instaurato rapporti con i commercianti di titoli noti come rivenditori primari attivi nel mercato dei titoli di Stato statunitensi, conduce operazioni di mercato aperto acquistando o vendendo titoli emessi o garantiti dal Ministero del Tesoro degli Stati Uniti o da agenzie governative statunitensi;
- il *Desk* acquista titoli idonei da rivenditori primari (a prezzi determinati in un'asta competitiva) e la FED paga per quei titoli accreditando i conti di riserva che le banche utilizzate dai principali rivenditori mantengono presso la Federal Reserve;
- le banche, a loro volta, accreditano i conti bancari dei concessionari;
- in questo modo, l'acquisto sul mercato aperto porta ad un aumento dei saldi di riserva;
- una maggiore offerta di saldi di riserva tende a esercitare una pressione al ribasso sul tasso dei fondi federali, poiché le banche sono disposte a prestare i loro fondi in eccesso a tassi di interesse leggermente inferiori;
- al contrario, una vendita sul mercato aperto riduce i saldi di riserva ed esercita una pressione al rialzo sul tasso dei fondi federali;
- ogni giorno lavorativo il *Desk* determina la quantità di operazioni di mercato aperto necessarie per mantenere il tasso dei fondi federali sull'obiettivo del FOMC dopo aver tenuto conto dei fattori nel mercato dei fondi federali, comprese le esigenze di finanziamento stimate delle banche;
- se un istituto di deposito rileva che la sua necessità di finanziamenti overnight non può essere soddisfatta nel mercato dei fondi federali o in mercati simili, può prendere in prestito dalla finestra di sconto della Federal Reserve (*discount window*) e i proventi del prestito vengono aggiunti al saldo dell'istituzione nel suo conto di riserva;
- le norme che regolano l'accesso alla finestra di sconto sono stabilite dal *Federal Reserve Act* e dai regolamenti emanati dal Consiglio dei governatori;
- dopo aver pubblicato garanzie, gli istituti di deposito possono prendere in prestito dalla finestra di sconto ai tassi di interesse stabiliti dalle banche di riserva, previo esame e determinazione da parte del consiglio di amministrazione.

Dall'inizio del 2003, i tassi di interesse per i prestiti a sconto sono stati fissati al di sopra dell'obiettivo del tasso sui fondi federali. Di conseguenza, gli istituti di deposito hanno generalmente preso a prestito dalla finestra di sconto in volume significativo solo quando le condizioni generali di mercato si sono sufficientemente ristrette per spingere il tasso dei fondi federali al di sopra del tasso di sconto. Precedentemente alla crisi finanziaria iniziata nell'estate del 2007, il prestito di finestre scontate era raro.

-Il Federal Reserve Act autorizza il Consiglio a stabilire requisiti di riserva entro intervalli specifici ai fini dell'attuazione della politica monetaria su determinati tipi di depositi e altre passività delle istituzioni di deposito. L'importo in dollari dell'obbligo di riserva di un istituto di deposito è determinato applicando i coefficienti di riserva obbligatoria specificati nel Regolamento del Consiglio D (Requisiti di riserva delle istituzioni di deposito, 12 CFR Parte 204) alle passività riservabili di un'istituzione. Il Federal Reserve Act autorizza il Consiglio a imporre obblighi di riserva su conti di transazione, depositi vincolati non personali e passività in euro. Prima della modifica in vigore dal 26 marzo 2020, i coefficienti di riserva obbligatoria sui conti delle transazioni nette differivano in base all'importo dei conti delle transazioni nette presso l'istituto di deposito. Una certa quantità di conti delle transazioni nette, nota come "importo di esenzione dall'obbligo di riserva", era soggetta a un coefficiente di riserva obbligatoria dello zero per cento. I saldi netti del conto delle transazioni superiori all'importo di esenzione dall'obbligo di riserva e fino a un importo specificato, noto come "quota di riserva ridotta", erano soggetti a un coefficiente di riserva obbligatoria del 3%. I saldi netti dei conti delle transazioni superiori alla quota di riserva bassa erano soggetti a un coefficiente di riserva obbligatoria del 10 per cento. L'importo di esenzione dall'obbligo di riserva e la quota di riserva bassa sono indicizzati ogni anno secondo le formule specificate nel Federal Reserve Act.

I prestiti della Federal Reserve agli istituti di deposito (Discount Window) svolgono un ruolo importante nel sostenere la liquidità e la stabilità del sistema bancario e l'efficace attuazione della politica monetaria. Fornendo un accesso immediato ai finanziamenti, la finestra di sconto aiuta le istituzioni di deposito a gestire i propri rischi di liquidità in modo efficiente ed evitare azioni che hanno conseguenze negative per i loro clienti, come ritirare il credito durante i periodi di stress del mercato. Pertanto, la finestra di sconto supporta il flusso regolare del credito alle famiglie e alle imprese. Il 15 marzo, il Consiglio ha annunciato modifiche alla finestra di sconto, queste modifiche includevano quanto segue: Restringere lo spread del tasso di credito primario rispetto al livello generale dei tassi di interesse overnight per incoraggiare un uso più attivo della finestra da parte degli istituti di deposito per soddisfare esigenze di finanziamento impreviste. Annunciando che le istituzioni di deposito possono prendere in prestito dalla finestra di sconto per periodi fino a 90 giorni, rimborsabili anticipatamente e rinnovabili dal mutuatario su base giornaliera. Queste modifiche entreranno in vigore il 16 marzo e rimarranno in vigore fino a quando il Consiglio non avrà annunciato diversamente.

“ Discount Rate “ è il tasso di interesse applicato alle banche commerciali e ad altre istituzioni di deposito sui prestiti che ricevono dalla linea di prestito della loro Federal Reserve Bank regionale, la finestra di sconto. Le banche della Federal Reserve offrono tre tipi di credito agli istituti di

deposito: credito primario, credito secondario e credito stagionale, ciascuno con il proprio tasso di interesse. Tutti i prestiti con finestra di sconto sono completamente garantiti. Il tasso di sconto sul credito secondario è superiore al tasso sul credito primario. Il tasso per il credito stagionale è una media dei tassi di mercato selezionati. I tassi sono stabiliti dal consiglio di amministrazione di ciascuna Reserve Bank, soggetti alla revisione e alla determinazione del Consiglio dei governatori del Federal Reserve System. I tassi per i tre programmi di prestito sono gli stessi per tutte le Reserve Bank.

### ***1.6 COORDINAMENTO TRA POLITICA MONETARIA E POLITICA FISCALE NEI DUE MODELLI IN ESAME:***

Relativamente al modello europeo, la creazione dell'Unione monetaria europea (UEM) ha dato un nuovo impulso alla ricerca sulle interazioni tra politica monetaria e fiscale.

I banchieri centrali, infatti, considerano spesso la disciplina fiscale come un prerequisito per una politica monetaria credibile, come evidenziato dal Rapporto Delors (1989), il quale, nel fornire il modello per la fondazione di un'unione monetaria in Europa, ha sottolineato la disciplina fiscale come un prerequisito per un'unione monetaria di successo. Tale indirizzo è stato recepito nel trattato sull'Unione europea (il "trattato di Maastricht"), che definisce il quadro istituzionale dell'UEM fissando restrizioni sul disavanzo e sul debito le quali operano sia quali condizioni di accesso all'area comune, sia quali disposizioni alle quali i paesi membri si devono attenere pena la cosiddetta "procedura per i disavanzi eccessivi".

Le disposizioni in materia di politica fiscale del trattato non sono risultate, tuttavia, pienamente efficaci, soprattutto perché, una volta che i paesi sono entrati nell'UEM, il trattato offre poche possibilità di imporre una disciplina fiscale ai partecipanti.

Di conseguenza, la Germania, intenzionata ad evitare che politiche fiscali indisciplinate possano minare la politica monetaria comune, ha promosso in materia un "patto di stabilità", firmato nel 1997 con il nome di "Patto di stabilità e crescita" (SGP), mediante il quale si richiede ai partecipanti all'UEM di presentare programmi di stabilità, che saranno esaminati dalla Commissione europea e rivisti da altri membri del sistema.

Nei programmi in questione si stabiliscono gli obiettivi di bilancio a medio termine e gli strumenti per raggiungerli, presupponendo che i paesi membri approvino bilanci tendenzialmente vicini al pareggio o in eccedenza, in modo tale da sfruttare appieno gli stabilizzatori automatici e da non violare il criterio del disavanzo formale del 3% del PIL.

Si chiarisce, inoltre, rafforzandola, la procedura per i disavanzi eccessivi, specificando sia le sanzioni in caso di violazione delle restrizioni fiscali sia la procedura formale per la loro adozione. L'evoluzione del modello europeo fin qui brevemente tratteggiata è quindi avvenuta ricercando un rapporto più stretto tra la politica fiscale e quella monetaria.

Nel prosieguo della presente trattazione si analizzerà se ed in che limiti il coordinamento sia stato effettivo e se, soprattutto, durante la crisi dei debiti sovrani si sia rivelato efficace.

Nel modello statunitense, invece, le politiche fiscali e monetarie sono stabilite da autorità indipendenti (politica fiscale di pertinenza del governo e politica monetaria da parte della Federal Reserve indipendente) ed il mix di politiche quindi diventa più casuale e irrilevante da un punto di vista macroeconomico, in quanto l'obiettivo che conta è il livello generale della domanda aggregata, che può essere raggiunto sia attraverso la politica fiscale, sia attraverso la politica monetaria, o attraverso una combinazione dei due.

Quanto ai dubbi su quale dei due strumenti (politica fiscale o politica monetaria) sia più efficace come strumento di stabilizzazione, negli Stati Uniti l'opinione convenzionale è che la politica fiscale, o almeno la componente discrezionale, non sia sufficientemente efficace in un ruolo di stabilizzazione.

Il ruolo della stabilizzazione macroeconomica è, pertanto, lasciato in gran parte alla Federal Reserve e la politica fiscale viene concepita quale stimolo della domanda che deve essere compensato dalla politica monetaria.

Invero, come sottolineato da Taylor (1995), in un orizzonte più lungo il consolidamento fiscale porterà a un tasso di interesse reale di equilibrio inferiore ed in tale contesto si richiederà, per mantenere l'inflazione vicino a un obiettivo invariato, una riduzione dei tassi di interesse nominali.

## **CAPITOLO 2: BREVE EXCURSUS SULLA CRISI DEL 2007-08, IL RUOLO DELLA BCE E DELLA FED**

### **2.1 LA GRANDE CRISI ECONOMICA E FINANZIARIA: GLI INTERVENTI DELLA FED**

La crisi del 2007-08 trae le sue basi da una progressiva riduzione del *federal funds rate* da parte della Federal Reserve. In particolare, nell'arco del triennio 2000-03 la Banca Centrale riduceva il tasso di riferimento dal 6,5% (maggio 2000) al 1% (giugno 2003). La riduzione dei tassi è avvenuta principalmente durante il 2001 come evidenziato nel seguente prospetto nel quale sono indicate le date delle decisioni di politica monetaria:

<b>mm/dd</b>	<b>Increase (bps)</b>	<b>Decrease (bps)</b>	<b>Federal funds rate(%)</b>
December 11	...	25	1.75
November 6	...	50	2.00
October 2	...	50	2.50
September 17	...	50	3.00
August 21	...	25	3.50
June 27	...	25	3.75
May 15	...	50	4.00
April 18	...	50	4.50
March 20	...	50	5.00
January 31	...	50	5.50
January 3	...	50	6.00

Fonte: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket\\_archive.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket_archive.htm)

La manovra determinava, tra l'altro, un aumento dei prezzi dell'immobiliare conseguente a una maggiore domanda di mutui a migliori condizioni di mercato.

In particolare, aveva un ruolo determinante la diffusione delle esposizioni cd. “subprime”, i.e. verso debitori con credit score<sup>10</sup> inferiore ad una determinata soglia garantite da ipoteca sull’immobile acquistato. In genere, il finanziamento prevedeva un tasso più ridotto per il periodo iniziale, cui seguiva un incremento negli anni successivi anche in funzione dell’evoluzione del mercato con conseguente aumento della rata.

Dal punto di vista dei prenditori, la sostenibilità dell’indebitamento era pertanto legata alla prosecuzione del trend rialzista dei valori immobiliari sperimentato dal mercato USA nel periodo e riflesso nel picco della percentuale di homeownerhip immobiliare registrato nel 2004 (69.2%)<sup>11</sup>.

Con riferimento invece agli istituti di credito mutuatari, l’incremento delle esposizioni era favorito dall’ampliamento del mercato secondario per i crediti.

In particolare, lo schema di base utilizzato dagli istituti di credito per la cessione degli attivi è la «cartolarizzazione» (*securitization*), che prevede la cessione del finanziamento a società veicolo (“SPV”) che a loro volta ne finanziano l’acquisto con l’emissione di titoli (asset-backed securities o “ABS”) da collocare presso gli investitori<sup>12</sup>. Sotto il profilo contabile, l’operazione dianzi descritta consente all’istituto, secondo certe condizioni, la *derecognition* dell’esposizione e del relativo rischio dall’attivo.

Nell’ambito delle ABS un particolare ruolo era svolto dalle cd. Collateralized Debt Obligations (CDO), prodotti strutturati aventi come sottostante un *pool* di attivi generatori di cassa – quali mutui, bond, e altri tipi di debito – selezionati da una banca d’affari e da questa collocati presso investitori istituzionali previa suddivisione in tranche in funzione del rischio di credito assunto dall’investitore. Una variante particolarmente sofisticata e diffusa dei CDO è rappresentata dai cd. CDO sintetici, i cui flussi di cassa non sono generati dagli attivi ceduti ma dai premi dei Credit Default Swap a copertura del default di selezionati attivi.

La diffusione di questi titoli fu facilitata anche dalla progressiva “deregulation”; in particolare, con il Financial Modernization Act del 1999, il legislatore USA eliminò la barriera che separava le banche

---

<sup>10</sup> L’indicatore maggiormente utilizzato a tali fini è il cd. FICO score, determinato in un range tra 300 e 850 in funzione di una serie di variabili quali ad es. storia dei pagamenti del cliente, indebitamento corrente, tipologie di finanziamento utilizzate, etc.

<sup>11</sup> Crescendo costantemente il valore delle case, i mutuatari nella peggiore delle ipotesi potevano mettere in vendita il proprio immobile ricavandone così dei vantaggi, allo stesso tempo i nuovi proprietari potevano chiedere e di conseguenza ottenere ulteriori prestiti garantiti dall’aumento di valore degli immobili, arrivando a comprare nuove case come forma sicura di investimento; il risultato fu un indebitamento vertiginoso delle famiglie e degli investitori.

<sup>12</sup> Gli investitori sottoscrittori delle ABS vengono remunerati dall’SPV mediante i flussi di cassa rivenienti dall’attività di collection (recupero) dei crediti sottostanti che fungono da collaterale dei titoli.

commerciali (che raccolgono depositi ed emettono prestiti) da quelle d'investimento (che si occupano della compravendita di titoli).

Allo stesso tempo, la SEC nell'ottobre 2004 decise di ridurre i requisiti patrimoniali per le 5 principali banche d'affari statunitensi – Goldman Sachs, Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley consentendo un aumento della leva finanziaria degli istituti.

In tale contesto, il rischio era rappresentato dall'inversione del ciclo economico e in particolare da un'offerta di immobili superiore alla domanda. Come già richiamato, nel 2004 l'homeownership rate negli USA si attestava al livello record di 69,2%.

Inoltre, a partire dal giugno 2004, la Fed iniziò a mutare l'orientamento di politica monetaria con una serie di incrementi del tasso di riferimento (25bps a cadenza regolare) fino a raggiungere un livello del 5,25% nel giugno 2006.

Durante lo stesso 2006, l'indice Dow Jones US Home Construction che misura l'andamento delle azioni di società attive nella costruzione di immobili destinati al mercato USA registrava un calo del 40%.

In tale contesto, anche i mutuatari con finanziamenti a tassi di interesse variabili non furono più in condizioni di pagare le rate dei loro mutui.

Nel 2007 la situazione si aggravò ulteriormente con il fallimento di 25 istituti specializzati nel sub-prime lending tra cui New Century Financial.

A giugno 2007, Bear Stearns congelava i rimborsi di 2 hedge funds da essa gestiti impedendo così all'altra banca d'affari Merrill Lynch di riavere indietro i USD 800 mln investiti nei fondi stessi.

Nell'agosto 2007 la crisi di liquidità investiva il mercato interbancario, con un forte aumento del tasso LIBOR utilizzato come riferimento dalle banche su tale mercato. A questa crisi di liquidità la FED rispondeva nel settembre dello stesso anno con una prima riduzione dei tassi, cui seguiva la serie di ulteriori tagli rappresentata nella seguente tabella:

<b>mm/dd</b>	<b>Increase (bps)</b>	<b>Decrease (bps)</b>	<b>Federal funds rate(%)</b>
<b>September 18, 2007</b>	...	50	4.75
<b>October 31, 2007</b>	...	25	4.50

<b>December 11, 2007</b>	...	25	4.25
<b>January 22, 2008</b>	...	75	3.50
<b>January 30, 2008</b>	...	50	3.00
<b>March 18, 2008</b>	...	75	2.25
<b>April 30, 2008</b>	...	25	2.00
<b>October 8, 2008</b>	...	50	1.50
<b>October 29, 2008</b>	...	50	1.00
<b>December 16, 2008</b>	...	75-100	0-0.25

Fonte: [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket\\_archive.htm](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket_archive.htm)

Tali misure furono però insufficienti a evitare un'ulteriore e più grave ondata di default di istituti finanziari, culminata nel 2008 con il salvataggio di Bearn Stearns da parte di JP Morgan Chase e con il fallimento di Lehman Brothers nell'ottobre dello stesso anno.

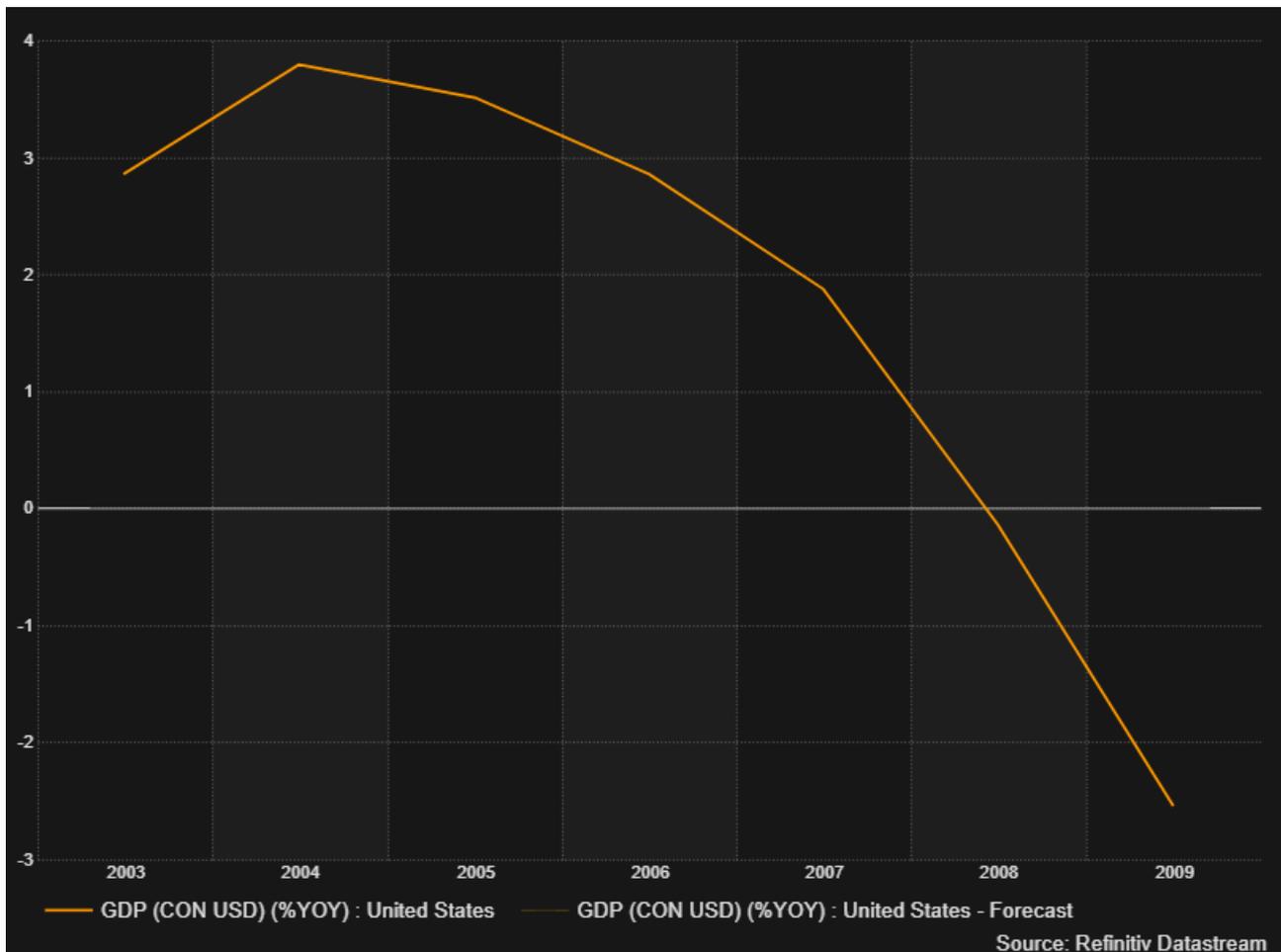
Per questa ragione, il 3 ottobre del 2008 il Congresso degli Stati Uniti approvò l' "Emergency Economic Stabilization Act" con l'obiettivo di " autorizzare il governo federale ad acquistare e assicurare determinati tipi di beni in difficoltà allo scopo di fornire stabilità e prevenire sconvolgimenti nell'economia e nel sistema finanziario e proteggere i contribuenti[...]". Il principale strumento utilizzato a tal fine fu il cd. "Troubled Assets Relief Program" o "TARP", che prevedeva inizialmente una dotazione di USD 700 mld (poi ridotta a USD 475 mld nel 2010) da destinare all'acquisto di asset problematici – ivi inclusi titoli con sottostante mutui immobiliari – e alla ricapitalizzazione degli istituti finanziari maggiormente coinvolti nella crisi.

Nell'ottobre 2010, \$ 245 miliardi sono stati utilizzati per stabilizzare le banche, \$ 27 miliardi sono andati a programmi per aumentare la disponibilità di credito, \$ 80 miliardi sono andati all'industria automobilistica statunitense (nello specifico, GM e Chrysler), \$ 68 miliardi sono stati usati per stabilizzare AIG e \$ 46 miliardi è andato a programmi di prevenzione della preclusione, come Making Home Affordable. Quanto agli effetti delle misure, Nel dicembre 2013, il Tesoro ha chiuso il TARP e il governo ha concluso che i suoi investimenti avevano guadagnato più di 11 miliardi di dollari per i contribuenti. Per essere più precisi, TARP ha recuperato fondi per un totale di 441,7 miliardi di dollari dai 426,4 miliardi di dollari investiti. Il governo ha anche affermato che il TARP ha impedito il fallimento dell'industria automobilistica americana e ha salvato più di un milione di posti di lavoro, ha contribuito a stabilizzare le banche e ha ripristinato la disponibilità di credito per privati e imprese.

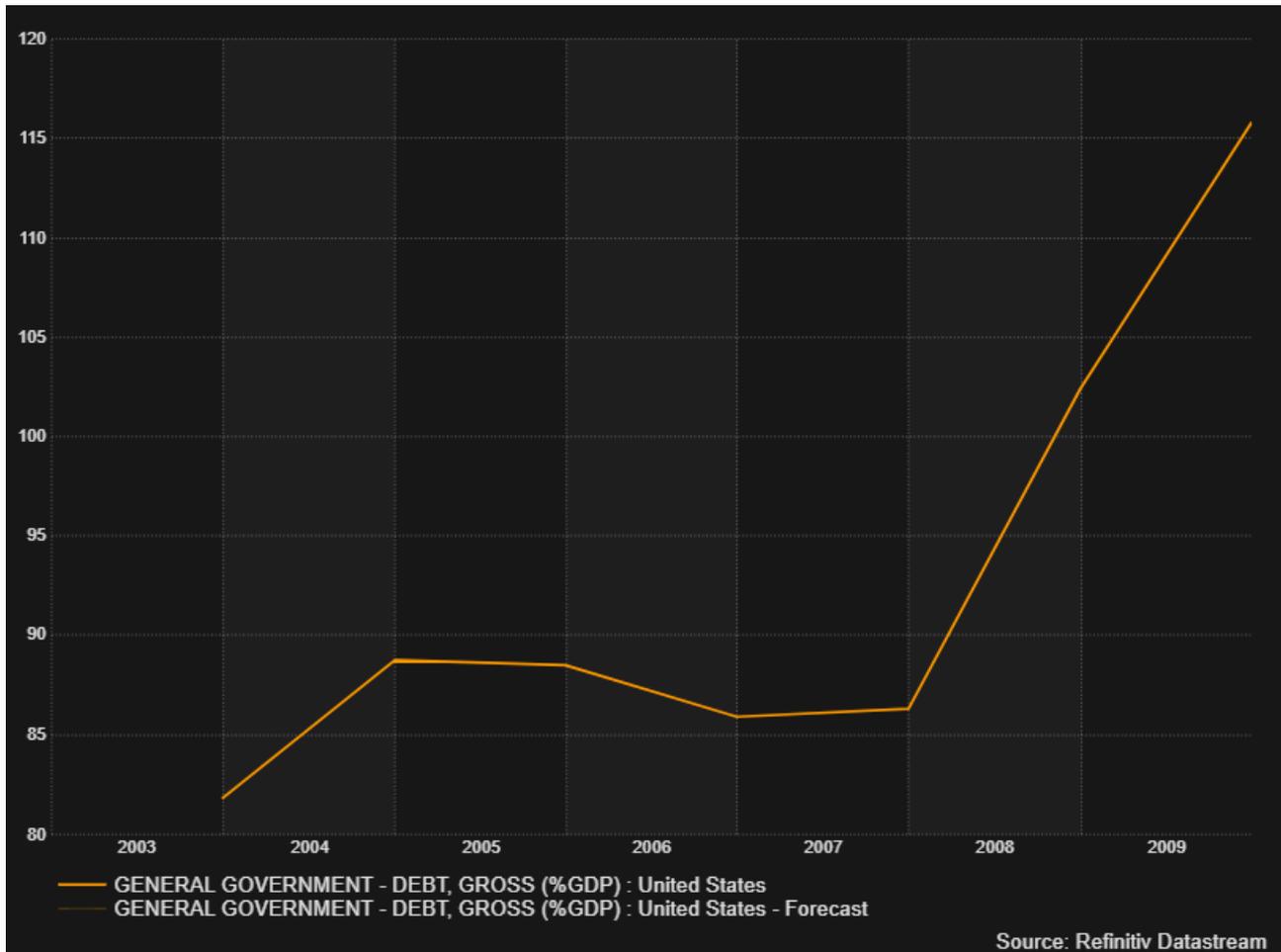
Anche così, economisti, politici e professionisti finanziari discutono ancora sui meriti del TARP e si chiedono se fosse stato necessario. I critici affermano che il programma ha fatto poco per aiutare i mercati immobiliari, che sono rimasti depressi per anni. Alcuni dicono che non è andato abbastanza lontano - che il governo avrebbe dovuto insistere per una partecipazione azionaria nelle società finanziarie che stava salvando per controllare le loro pratiche future. Invece, i critici ritengono che i prestiti senza stringhe di TARP abbiano essenzialmente agito come ricompensa per un cattivo comportamento, inviando un messaggio di "agire in modo irresponsabile e ti aiuteremo" e stabilendo un pericoloso precedente di dipendenza. Inoltre, il TARP non ha fatto apprezzare il governo al pubblico americano, che ha visto Wall Street raccogliere benefici, inclusi quei famigerati bonus, e tornare alla redditività, anche se gli individui hanno lottato con debiti, disoccupazione e pignoramenti sulla scia della Grande Recessione.

Di seguito sono illustrati la crescita del PIL statunitense e il relativo rapporto Debito/PIL nel periodo dal 2003 al 2009.

### Crescita PIL



## Rapporto Debito/PIL



La crisi, che era quindi nata negli Stati Uniti, approdò in tutto il mondo; le banche dell'intero globo si ritrovarono con una considerevole quantità di "titoli spazzatura" e furono spinte per scongiurare l'eventualità della corsa agli sportelli, ad una stretta creditizia; inoltre dopo lo choc della Lehman Brothers la contrazione dell'economia degli Stati Uniti produsse una pesante riduzione del commercio mondiale, limitando così drasticamente le esportazioni.

Tuttavia la crisi non investì allo stesso modo tutto il pianeta, ci furono paesi come il Canada che ne rimasero completamente immuni ed altri come L'Europa centrale ed orientale che subirono una forte contrazione degli investimenti stranieri.

Approdando in Europa la crisi assunse nuovi connotati: ci furono pesanti interventi pubblici a sostegno delle banche che portarono ad un profondo dissesto dei conti pubblici che a sua volta ricadde sulle spalle dei cittadini in quanto contribuenti o fruitori di servizi.

La crisi investì soprattutto i paesi definiti in maniera dispregiativa Piigs (Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna e Italia) in questi paesi, infatti, la crisi si trasformò in un gravissimo deficit nelle finanze dello Stato.

Le risposte della politica monetaria alla recessione del 2007-2009 sono state insolitamente aggressive, in particolare negli Stati Uniti. La Federal Reserve ha rapidamente ridotto il tasso sui fondi federali di oltre 500 punti base, a partire dall'estate del 2007, e il tasso è stato effettivamente al suo limite zero da dicembre 2008. La Fed iniettò liquidità nel sistema per circa 7700 miliardi di dollari a tassi prossimi allo zero, per fare ciò vennero ridotti i tassi di interesse con la Zero Interest Rate Policy, il tasso sui fed funds passò dal 5% nel 2007 a poco più di 0 nel 2009, e vennero attivate nuove linee di credito infatti prima l'accesso alla liquidità era consentito solo tramite discount window e l'accesso alle operazioni di mercato aperto erano limitate a 20 primary dealers; furono ampliate inoltre le controparti ammesse ai finanziamenti e alle agevolazioni concesse in termini di garanzie da prestare:

- Term Auction Facilities, è un programma di politica monetaria utilizzato dalla Federal Reserve per aumentare la liquidità nei mercati del credito degli Stati Uniti. TAF consente alla Federal Reserve di mettere all'asta importi fissi di prestiti a breve termine garantiti da garanzie reali a istituti di deposito (casse di risparmio, banche commerciali, associazioni di risparmio e prestito, unioni di credito) che sono giudicati in buone condizioni finanziarie dalle loro banche di riserva locali. I TAF sono implementati con il preciso scopo di affrontare "pressioni elevate nei mercati del finanziamento a breve termine", secondo un comunicato stampa del consiglio dei governatori del sistema della Federal Reserve nel 2007. I partecipanti fanno offerte tramite le banche di riserva, con un'offerta minima fissata su un tasso swap indicizzato overnight relativo alla scadenza dei prestiti. Queste aste consentono alle istituzioni finanziarie di prendere in prestito fondi a un tasso inferiore al tasso di sconto.
- Primary Dealer Credit Facility - PDCF è un istituto creato dalla Federal Reserve per fornire prestiti overnight agli operatori primari attraverso le loro banche di compensazione in cambio di garanzie idonee. Il PDCF fornisce prestiti che si estinguono lo stesso giorno lavorativo e scadono il giorno lavorativo successivo. La struttura è stata chiusa nel 2010.
- Il Term Securities Lending Facility (TSLF) era uno strumento di prestito settimanale che promuoveva la liquidità nel Tesoro e in altri mercati delle garanzie, favorendo così il

funzionamento dei mercati finanziari più in generale. Il programma offriva titoli del Tesoro detenuti dal System Open Market Account (SOMA) per un prestito della durata di un mese contro altre garanzie generali ammissibili al programma. Prestiti di titoli sono stati concessi a operatori primari sulla base di un'asta competitiva a prezzo unico. Il TSLF è stato annunciato l'11 marzo 2008 e la prima asta è stata condotta il 27 marzo 2008. Il TSLF è stato chiuso il 1 febbraio 2010.

Nel tardo 2008, la FED si impegnò in massicce operazioni di alleggerimento quantitativo (quantitative easing): L'allentamento quantitativo (QE) è una forma di politica monetaria non convenzionale in cui una banca centrale acquista titoli a più lungo termine dal mercato aperto al fine di aumentare l'offerta di moneta e incoraggiare prestiti e investimenti. L'acquisto di questi titoli aggiunge nuovo denaro all'economia e serve anche per abbassare i tassi di interesse aumentando i titoli a reddito fisso inoltre espande anche il bilancio della banca centrale. Quando i tassi di interesse a breve termine sono pari o prossimi allo zero, le normali operazioni di mercato aperto di una banca centrale, che mirano ai tassi di interesse, non sono più efficaci. Invece, una banca centrale può scegliere come target quantità specifiche di attività da acquistare. L'allentamento quantitativo aumenta l'offerta di moneta acquistando attività con riserve bancarie di nuova creazione al fine di fornire alle banche più liquidità.

La Fed ha proposto di acquistare ~ \$ 100 miliardi di debito dell'agenzia e ~ \$ 500 miliardi di titoli garantiti da ipoteca. Il primo round è stato ulteriormente esteso nel marzo 2009, dove la Fed ha utilizzato altri 850 miliardi di dollari per acquistare titoli garantiti da ipoteca e debito. Inoltre, la Fed ha anche incanalato altri \$ 300 miliardi in titoli del tesoro a più lunga scadenza. Nel novembre 2010, la Fed ha annunciato un altro programma di acquisto di obbligazioni, ciò ha comportato l'acquisto di buoni del valore di 600 miliardi di dollari entro la metà del 2011; questo è stato chiamato QE2. Nel settembre 2011 la Fed ha avviato un nuovo programma di estensione delle scadenze, denominato anche Operation Twist, con l'obiettivo di aumentare la scadenza media del portafoglio di tesoreria della banca. Pertanto, la Fed ha acquistato titoli del tesoro per un valore di 400 miliardi di dollari con scadenze comprese tra 72 e 360 mesi e ha venduto un pari importo di titoli del tesoro con scadenza compresa tra 3 e 36 mesi. Nel settembre 2012, la Fed ha annunciato il QE3, in cui la banca centrale avrebbe speso quasi 40 miliardi di dollari al mese in titoli garantiti da ipoteca. Questo, insieme all'operazione Twist, avrebbe dovuto rappresentare \$ 85 miliardi di acquisti di obbligazioni a lungo termine. Nel dicembre 2013, la Fed ha indicato un tapering, in cui gli 85 miliardi di dollari spesi al

mezzo sarebbero stati ridotti di 10 miliardi di dollari in futuro. Nell'ottobre 2014, la Fed ha indicato la fine del programma QE3.

Per quanto concerne lo stimolo dell'attività economica nel 2011 si diede il via all'operazione Twist: Operazione Twist è il nome dato a un'operazione di politica monetaria della Federal Reserve che prevede l'acquisto e la vendita di obbligazioni. L'operazione descrive una forma di politica monetaria in cui la Fed acquista e vende obbligazioni a breve e lungo termine a seconda del loro obiettivo. Tuttavia, a differenza del quantitative easing, l'operazione Twist non espande il bilancio della Fed, rendendolo una forma meno aggressiva di allentamento.

## ***2.2 GLI INTERVENTI DELLA BCE:***

Per quanto riguarda invece l'Eurosistema l'instabilità dei mercati, generata dalla crisi, ha spinto l'Eurosistema ad implementare misure non convenzionali congiuntamente a politiche standard. Facendo riferimento alle misure non convenzionali la BCE ha messo in atto-

- Il "Securities Markets Programme" (SMP), annunciato dal Consiglio direttivo il 10 maggio 2010, che ha lo scopo di garantire profondità e liquidità nei segmenti malfunzionanti dei mercati dei titoli di debito e ripristinare un adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Poiché gli acquisti di titoli di debito effettuati nel contesto dell'SMP sono sterilizzati, non modificano la liquidità della banca centrale. È importante sottolineare che l'SMP non altera l'orientamento della politica monetaria come determinato dal Consiglio direttivo.

- Ha effettuato operazioni di rifinanziamento a lunghissimo termine (VLTRO); il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) decise di adottare ulteriori misure rafforzate di sostegno al credito per sostenere i prestiti bancari e la liquidità nel mercato monetario dell'area dell'euro.

In particolare, il Consiglio direttivo decise di:

- Effettuare due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) con scadenza a 36 mesi e possibilità di rimborso anticipato dopo un anno. Per cessare per il momento, a partire dal periodo di mantenimento che inizia il 14 dicembre 2011, le operazioni di fine tuning effettuate l'ultimo giorno di ciascun periodo di manutenzione.

- Ridurre il coefficiente di riserva, che era al 2%, all'1% a partire dal periodo di mantenimento della riserva che inizia il 18 gennaio 2012. Come conseguenza della politica di piena allocazione applicata nelle principali operazioni di rifinanziamento della BCE e del modo in cui le banche utilizzano questa

opzione , il sistema degli obblighi di riserva non è necessario nella stessa misura che in circostanze normali per governare le condizioni del mercato monetario.

-Aumentare la disponibilità di garanzie reali (i) riducendo la soglia di rating per alcuni titoli garantiti da attività (ABS) e (ii) consentendo alle banche centrali nazionali (BCN), come soluzione temporanea, di accettare come garanzia ulteriori crediti in bonis (ossia prestiti bancari) ) che soddisfano specifici criteri di ammissibilità

Infine ha annunciato transazioni monetarie definitive condizionali (OMT), che hanno agito come un potente interruttore contro i timori auto-rinforzanti nei mercati delle obbligazioni sovrane.

Il 6 settembre 2012 il Consiglio direttivo ha deciso le modalità per intraprendere operazioni monetarie definitive (OMT) sui mercati secondari per i titoli di Stato nell'area dell'euro. Le OMT mirano a salvaguardare il meccanismo di trasmissione in tutti i paesi dell'area dell'euro e l'unicità della politica monetaria.

*“ La **Bce** di Mario Draghi ha inaugurato l'era Omt (Outright Market Transactions). Si tratta dell'atteso piano di acquisto di titoli sovrani sul mercato secondario per “salvaguardare l'omogeneità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nell'area euro”. Il piano Omt ha quattro caratteristiche: 1) è **ex-ante illimitato** nella sua portata; 2) gli acquisti di titoli saranno pienamente **sterilizzati**: cioè mantenendo la base monetaria (l'aggregato sotto stretto controllo della banca centrale) invariata; 3) sarà limitato all'acquisto di titoli con **scadenza uno-tre anni**; 4) la sua attuazione impone al paese membro che vi accede di partecipare a un piano di “stabilizzazione macroeconomica” deciso con l'Esm (European Stability Mechanism) e per il quale è benvenuto, dice la Bce, anche il monitoraggio del Fondo monetario.”<sup>13</sup>*

Nella terza fase della crisi (crisi del debito sovrano) le misure non convenzionali della BCE hanno affrontato l'inizio di una stretta creditizia e il rischio di deflazione. Con i tassi di interesse a breve termine già prossimi allo zero, le misure non standard della BCE avevano lo scopo di influenzare l'intera costellazione dei tassi di interesse rilevanti per le condizioni di finanziamento nell'area dell'euro. Le misure della BCE includevano: un tasso di interesse negativo sui depositi presso la banca centrale; operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), progettate per supportare i prestiti bancari alle imprese e alle famiglie; un programma di acquisto di attività (APP),

---

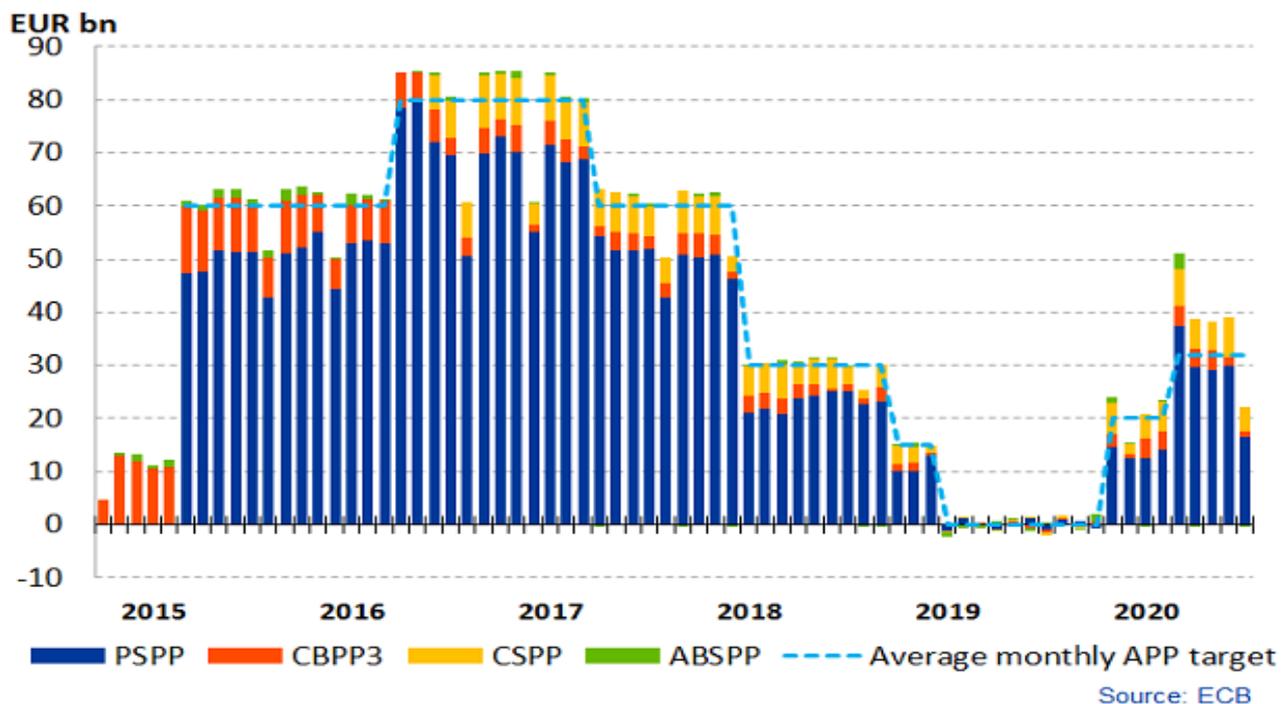
<sup>13</sup> Cfr. <https://finanzanostop.finanza.com/2012/09/13/inizia-lera-omt-outright-market-transactions/>

che coinvolge titoli del settore pubblico e privato, per esercitare pressioni al ribasso sulla struttura per scadenza dei tassi di interesse.

[..L'Asset Purchase Programme (APP) della BCE fa parte di un pacchetto di misure di politica monetaria non standard che include anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e che è stato avviato a metà del 2014 per supportare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo di adattamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi. Si compone di programma di acquisto del settore aziendale (CSPP) programma di acquisto del settore pubblico (PSPP) programma di acquisto di titoli garantiti da attività (ABSPP) terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite (CBPP3) Acquisti netti APP, per programma Tra ottobre 2014 e dicembre 2018 l'Eurosistema ha effettuato acquisti netti di titoli nell'ambito di uno o più programmi di acquisto di attività. Durante la fase di acquisto di attività nette, il ritmo di acquisto mensile è stato medio: 60 miliardi di euro da marzo 2015 a marzo 2016,80 miliardi di euro da aprile 2016 a marzo 2017 ,60 miliardi di euro da aprile 2017 a dicembre 2017, 30 miliardi di euro da gennaio 2018 a settembre 2018 ,15 miliardi di euro da ottobre 2018 a dicembre 2018; Tra gennaio 2019 e ottobre 2019, l'Eurosistema ha reinvestito integralmente i pagamenti principali dei titoli in scadenza detenuti nei portafogli APP. Il Consiglio direttivo mirava a mantenere l'entità dei suoi acquisti netti cumulativi nell'ambito di ciascun programma costitutivo dell'APP ai rispettivi livelli alla fine di dicembre 2018. Il 12 settembre 2019 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso che "gli acquisti netti verranno riavviati nell'ambito del programma di acquisto di attività (APP) del Consiglio direttivo a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1 ° novembre 2019. Il Consiglio direttivo si aspetta che dureranno per la stessa durata come necessario per rafforzare l'impatto accomodante dei suoi tassi di riferimento e per terminare poco prima che inizi ad aumentare i tassi di interesse chiave della BCE ". Il 12 marzo 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di aggiungere "una dotazione temporanea di ulteriori acquisti netti di attività pari a 120 miliardi di euro" fino alla fine del 2020...]<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Cfr. <https://investire.biz/articoli/analisi-previsioni-ricerche/economia-politica-diritto/asset-purchase-programme-bce-cosa-e-come-funziona-app-qe-piano-acquisti-banca-centrale-europea-covid-coronavirus>



Il 22 gennaio 2015, la Bce introdusse l'Expanded Asset Purchase Program (EAPP) che fu poi allungato fino al 2017 con un tasso d'interesse sui depositi ribassato a -0,30%. Quest'ultimi, assieme ad ingenti acquisti nel settore pubblico (PSPP), costituirono acquisizioni mensili totali di 60€ miliardi; La Bce stabilì un limite agli acquisti pubblici, pari al 25% del totale delle emissioni, limite che fu poi aumentato al 33%. Nel programma di acquisto del settore pubblico furono inclusi gli "strumenti di debito negoziabili denominati in euro emessi dalle amministrazioni regionali e locali situate nell'area dell'euro"

Il 9 marzo 2015 fu avviato dalla BCE il programma di QE con l'obiettivo di riportare il tasso di inflazione medio dell'eurozona, ad un livello prossimo al 2% del PIL dell'eurozona, in adempimento al mandato istituzionale di tutela della stabilità monetaria. Fu un nuovo modello di QE che non comprendeva più solo obbligazioni del settore bancario, ma anche titoli emessi dai Paesi dell'area, da agenzie governative o da istituzioni europee. L'intervento prevedeva inizialmente un acquisto di titoli per un valore di 60 miliardi di euro e la scadenza nel settembre 2016. Per scongiurare la deflazione nell'Eurozona, il programma fu prima allungato, poi aumentato fino a 80 miliardi all'anno per poi essere ridotto via via fino a terminare nel dicembre 2018.

### ***2.3 RISVOLTI DELLA CRISI, AMERICA E EUROPA: DUE MODELLI A CONFRONTO***

La manovra del QE fu intrapresa quindi prima dalla FED e solo in seguito dalla BCE, le motivazioni di questo ritardo vanno ricercate in primis nelle differenze tra i due sistemi: la grande eterogeneità del continente europeo, il fatto che, al contrario della FED, la Bce non è un organismo monetario unitario, poiché l'Eurosistema è composto dalla Banca Centrale Europea e dalle singole banche centrali degli stati membri e di conseguenza la Bce dovette confrontarsi per l'implementazione del Quantitative Easing con una moltitudine di interlocutori, inoltre la mancanza di un governo centrale europeo e di un'unità fiscale limitarono notevolmente la libertà d'azione della banca centrale.

Ancora oggi infatti sull'efficacia del QE in Europa ci sono diverse scuole di pensiero, ma opinione comune è che per uscire da un periodo di stagnazione secolare alle manovre di politica monetaria vadano affiancate contemporaneamente quelle di politica fiscale, contemporaneità che è venuta a mancare in Europa.

In Europa è venuta a mancare un'integrazione tra la politica fiscale e quella monetaria, la principale causa di questa mancata integrazione sono sicuramente i principi costitutivi su cui si basa l'Europa, incentrati quindi su una politica monetaria comune tra i paesi membri, e su una politica fiscale lasciata in mano ai singoli paesi.

Mentre negli Stati Uniti le due istituzioni, sebbene siano indipendenti, hanno collaborato per risolvere la situazione di crisi, infatti mentre la Fed lanciava la manovra del quantitative easing il governo operava politiche fiscali espensive; In Europa invece si è presentata una situazione fortemente eterogenea in cui l'Europa Settentrionale era favorevole al consolidamento fiscale e a politiche monetarie meno espansive mentre quella Meridionale spingeva per l'opposto. La risposta alla crisi finanziaria da parte delle autorità monetarie di altri paesi sviluppati è stata immediata ed efficace, così come dimostrano i risultati conseguiti, mentre per molti paesi dell'area dell'euro la recessione è ancora una realtà per una serie di motivazioni:

- Nell'eurozona non c'è stato un coinvolgimento dei governi alle politiche fiscali nonostante, a seguito del salvataggio di alcune banche commerciali e all'azione degli stabilizzatori automatici, vi fosse un grave problema di indebitamento pubblico

- Ci si è trovati di fronte al “moral hazard problem” una situazione cioè di incertezza delle istituzioni nell’evitare gli abusi
- Le istituzioni europee al posto di intervenire con politiche di consolidamento dei conti pubblici degli Stati Membri, hanno lasciato alla politica monetaria della BCE la questione della ripresa economica; lo stesso Fiscal Compact infatti da una parte impone il perseguimento del pareggio di bilancio dall’altra sottopone però i governi ad una vigilanza sempre più stringente.
- A ciò si aggiunge il fatto che L’Unione Europea non ha un bilancio federale che redistribuisce automaticamente il reddito, come negli Stati Uniti, dunque i governi della zona euro possono fare affidamento solo sul sistema finanziario o di mercato a costi più elevati; L’Eurozona non può emettere titoli in quantità indefinita per finanziare i disavanzi di bilancio, quindi più cresce il debito più crescono i premi di rischio richiesti dal mercato sui titoli pubblici e più si aggrava il disavanzo, la crisi del debito si trasforma in una crisi di solvibilità.

Nell’Eurozona, nonostante la politica QE emerge l’assenza di coordinamento e integrazione tra le politiche monetarie e quelle fiscali: infatti da un lato si è attribuita eccessiva importanza alle politiche monetarie non convenzionali, lasciandogli totalmente il compito di provvedere alla ripresa economica; dall’altro si è applicata una rigida disciplina di bilancio alla politica fiscale adottando politiche di austerità che hanno depresso la domanda aggregata e hanno ridimensionato la spesa pubblica e il welfare ampliando le disuguaglianze sociali economiche e territoriali.

L’eurozona è entrata così in un circolo vizioso di austerità-depressione-deficit-austerità.

## **CAP 3: STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA E FISCALE NELL'ATTUALE CRISI CON RIFERIMENTO ALLO SCENARIO EUROPEO E A QUELLO USA**

### ***3.1 LA RECENTE CRISI***

L'epidemia di COVID-19 è esplosa nel dicembre 2019 nella città di Wuhan, nella provincia cinese di Hubei e, sebbene l'epicentro dell'epidemia fosse inizialmente la Cina, il virus continua a diffondersi in tutto il mondo, tanto che a causa del significativo rischio per la salute pubblica che il COVID-19 rappresenta per il mondo, l'Organizzazione mondiale della sanità (OMS) ha dichiarato un'emergenza sanitaria pubblica di interesse internazionale per coordinare le risposte internazionali alla malattia .

La diffusione dell'epidemia a macchia d'olio e la conseguente adozione di misure eccezionali di contrasto adottate dai governi nazionali sul piano sanitario ( prima tra tutte il lock-down) hanno causato l'interruzione e/o il rallentamento delle catene di approvvigionamento globali, la riduzione degli scambi conseguente alla limitazione dei trasporti, la contrazione della produzione, la complessiva riduzione della domanda globale di beni e/o servizi, la distorsione dei modelli di consumo abituali e il crollo degli indici azionari globali.

La pandemia ha così quindi causato una profonda crisi economica che, attraverso un coordinamento tra politica monetaria e politica fiscali, i governi stanno cercando di arginare. Da marzo 2020 le banche centrali, tra le quali principalmente la Banca centrale europea (BCE) e la Federal Reserve statunitense (Fed), hanno adottato misure di politica monetaria di enorme portata, paragonabile, quanto al volume degli interventi, ai primi round di acquisti di obbligazioni da parte degli Stati Uniti dopo lo scoppio della crisi finanziaria globale nel 2008/2009 e dalla BCE durante la crisi del debito sovrano europeo iniziata nel 2010.

Tali misure, di diverso contenuto, spaziano dal taglio dei tassi di interesse fino all'adozione di programmi per fornire liquidità alle banche, dall'ampliamento dei programmi di acquisto di obbligazioni già esistenti all'istituzione di nuovi e più specifici strumenti.

### **3.2 ATTUALI MANOVRE DI POLITICA MONETARIA E FISCALE; CONFRONTO TRA L'EUROPA E IL NORD AMERICA**

Gli strumenti di politica monetaria adottati dalla BCE e dalla FED, ancorchè abbastanza simili nel contenuto, s'innestano su situazioni di partenza che presentano differenze evidenti.

Le misure introdotte dal Consiglio direttivo della BCE hanno l'obiettivo: << [...] *di sostenere il credito a famiglie e imprese, garantire condizioni di liquidità "accomodanti" al sistema bancario e contrastare la frammentazione dei mercati che compromette l'efficace trasmissione della politica monetaria in tutti i settori e paesi dell'area dell'euro5[...]* >>

(<https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/misure-polmon-Eurosistema-pandemia.pdf>.)

Esse sono assunte nelle seguenti occasioni:

- Il 12 marzo 2020, quando la situazione in Italia stava peggiorando ed il virus si stava diffondendo rapidamente ad altri Stati membri, la BCE ha annunciato durante la sua riunione ordinaria che avrebbe ampliato su scala moderata l'attuale programma di acquisto di obbligazioni. Inoltre, la fornitura mirata di liquidità tramite i programmi esistenti è stata estesa o ulteriormente facilitata.
- il 18 marzo con l'annuncio di un programma di acquisto di obbligazioni specifico per il coronavirus (Pandemic Emergency Purchase Program, PEPP) che ha lo scopo di aumentare il volume di obbligazioni detenute dalla BCE di circa il 30%;
- il 25 marzo 2020 è stato abolito il limite massimo di quote per le obbligazioni detenute dalla banca centrale. In passato, ad esempio, la BCE si era impegnata a non detenere più di un terzo dei titoli di stato di un paese, in parte per evitare sospetti di finanziamento del settore pubblico.

Le misure adottate consistono , in primo luogo, in nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, in aggiunta alla terza serie di operazioni mirate (TLTRO3) e a quelle convenzionali con durata trimestrale già esistenti.

Le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) sono << [...] operazioni dell'Eurosistema che forniscono finanziamenti agli enti creditizi. Offrendo alle banche finanziamenti a lungo termine a condizioni interessanti, preservano condizioni favorevoli per l'indebitamento delle banche e stimolano i prestiti bancari all'economia reale. Le TLTRO, pertanto,

rafforzano l'attuale orientamento di politica monetaria “accomodante” della BCE e rafforzano la trasmissione della politica monetaria incentivando ulteriormente i prestiti bancari all'economia reale [...] >>. <sup>15</sup>

<<[... Le TLTRO condotte fino a marzo 2017 erano state avviate in due distinti programmi: TLTRO-I, annunciato a giugno 2014 e composto da otto aste; TLTRO-II, annunciato a marzo 2016 e composto da quattro aste. In entrambi i programmi il finanziamento ottenibile da ciascuna banca è dipeso dall'ammontare dei prestiti concessi a società non finanziarie e famiglie (con esclusione di quelli per l'acquisto di abitazioni)...]<< <sup>16</sup>

A marzo 2019 il [Consiglio direttivo della BCE ha annunciato](#) una terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III) che saranno condotte con frequenza trimestrale da settembre 2019 a marzo 2021

In aggiunta, sono state introdotte operazioni a più lungo termine aggiuntive (additional LTRO), condotte con frequenza settimanale a partire dal 16 marzo 2020 e tutte con scadenza il 24 giugno 2020, e operazioni finalizzate a contrastare le conseguenze dell'emergenza pandemica (PELTRO), condotte a partire dal mese di maggio con frequenza all'incirca mensile e durata variabile (tra 8 e 16 mesi.

>> Inoltre, per rafforzare l'incentivo economico a concedere credito a famiglie e imprese a condizioni vantaggiose, è stato aumentato l'importo massimo ottenibile tramite le operazioni TLTRO3 ed è stato ridotto il costo, tra giugno 2020 e giugno 2021, fino a -1%) per quelle banche che incrementeranno i finanziamenti concessi oltre un determinato livello di riferimento. Nell'operazione regolata il 24 giugno, la prima alle nuove condizioni, le controparti dell'area hanno raccolto fondi per un ammontare pari a 1.308 miliardi; di questi, 249 sono stati ottenuti da controparti della Banca d'Italia. Nella stessa data è stata anche regolata la seconda PELTRO e sono stati rimborsati i fondi ottenuti con le LTRO aggiuntive. >> <sup>17</sup>

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di:

- Lanciare un nuovo programma di acquisto temporaneo di attività di titoli del settore pubblico e privato per contrastare i gravi rischi per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro posti dallo scoppio e dalla crescente diffusione del coronavirus, COVID-19

---

<sup>15</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/misure-polmon-Eurosistema-pandemia.pdf>

<sup>16</sup> Cfr. <https://bebeez.it/2020/03/12/coronavirus-dalla-bce-piu-credito-alle-banche-prestano-piu-alle-pmi-120-mld-euro-acquisti-netti-piu-bond-requisiti-patrimoniali-allentati-eba-stress-test-rimandati-al-2021-pe/>

<sup>17</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/misure-polmon-Eurosistema-pandemia.pdf>

- “ Questo nuovo programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) avrà una dotazione complessiva di 750 miliardi di euro. Gli acquisti saranno effettuati fino alla fine del 2020 e includeranno tutte le categorie di asset ammissibili nell'ambito del programma di acquisto di asset (APP) esistente (le varie tipologie sono state già elencate nel capitolo 1 sul nel paragrafo riguardante le manovre non convenzionali di politica economica della BCE). La dotazione per il programma di acquisto di emergenza in caso di pandemia (PEPP) sarà aumentata di 600 miliardi di euro per un totale di 1.350 miliardi di euro. In risposta alla revisione al ribasso dell'inflazione legata alla pandemia nell'orizzonte di proiezione, l'espansione del PEPP attenuerà ulteriormente l'orientamento della politica monetaria generale, sostenendo le condizioni di finanziamento nell'economia reale, in particolare per le imprese e le famiglie, Gli acquisti continueranno a essere condotti in modo flessibile nel tempo, tra classi di attività e giurisdizioni : Ciò consente al Consiglio direttivo di evitare in modo efficace i rischi per la trasmissione regolare della politica monetaria “<sup>18</sup>
- L'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP sarà esteso almeno alla fine di giugno 2021. In ogni caso, il Consiglio direttivo effettuerà acquisti netti nell'ambito del PEPP fino a quando non giudicherà che la fase di crisi del coronavirus sia terminata. I pagamenti del capitale in scadenza dai titoli acquistati nell'ambito del PEPP saranno reinvestiti almeno fino alla fine del 2022.
- Per gli acquisti di titoli del settore pubblico, l'allocazione del benchmark tra le giurisdizioni continuerà a essere la chiave del capitale delle banche centrali nazionali

Allo stesso tempo, gli acquisti nell'ambito del nuovo PEPP saranno condotti in modo flessibile. Ciò consente fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, tra classi di attività e giurisdizioni. Una deroga ai requisiti di idoneità per i titoli emessi dal governo greco sarà concessa per gli acquisti in PEPP. Il Consiglio direttivo terminerà gli acquisti di attività nette in PEPP una volta che giudicherà che la fase di crisi del coronavirus Covid-19 è terminata, ma in ogni caso non prima della fine dell'anno.

- Ampliare la gamma di attività idonee nell'ambito del programma di acquisto del settore aziendale (CSPP) a carta commerciale non finanziaria, rendendo tutte le carte commerciali di qualità creditizia sufficiente idonee per l'acquisto nell'ambito di CSPP
- Per facilitare gli standard delle garanzie, adeguando i principali parametri di rischio del quadro delle garanzie, hanno ampliato il campo di applicazione di Additional Credit Claims (ACC) per includere crediti relativi al finanziamento del settore aziendale. Ciò garantirà che

---

<sup>18</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>

le controparti possano continuare a fare pieno uso delle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

il Consiglio direttivo della BCE ha deciso inoltre che:

- Gli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (APP) continueranno a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro, insieme agli acquisti al di sotto della dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro fino alla fine dell'anno.
- I reinvestimenti dei pagamenti principali dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PAA continueranno, integralmente, per un periodo di tempo prolungato oltre la data in cui il Consiglio direttivo inizierà ad aumentare i tassi di interesse chiave della BCE, e in ogni caso fino a quando necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.
- Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, 0,25% e -0,50%.

Quanto agli effetti di queste misure <sup>19</sup> nel complesso, l'espansione degli acquisti di obbligazioni da parte della BCE non ha avuto un impatto sui rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro, almeno nella media ponderata dell'unione monetaria. Infatti il primo annuncio del 12 marzo e il secondo annuncio del PEPP del 18 marzo non hanno avuto l'effetto desiderato di abbassare i tassi di interesse. Al contrario, la curva dei rendimenti delle obbligazioni dell'area dell'euro si è mossa verso l'alto intorno ai giorni di questi annunci, sebbene questo aumento dei rendimenti sia significativo solo per i titoli di Stato a lunga scadenza. La situazione è cambiata, tuttavia, dopo l'annuncio del 15 marzo che il limite agli acquisti di asset sarebbe stato rimosso, ciò ha spostato la curva dei rendimenti verso il basso come desiderato. Alla luce della già elevata volatilità sui mercati obbligazionari durante la pandemia di coronavirus, anche questo calo non può essere considerato significativo. Contrariamente alle aspettative, i primi due annunci di politica monetaria del 12 e 18 marzo hanno avuto un impatto largamente negativo sui mercati azionari di tutti i paesi (Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna) Gli indici azionari sono scesi di un notevole 10-15 per cento il 12 marzo e di altri cinque punti percentuali il 18 marzo (tranne in Italia). I settori più colpiti dal calo dei prezzi del 12 marzo sono stati i settori automobilistico, dei servizi pubblici, finanziario e bancario, mentre i settori sanitario e tecnologico, nonché il commercio di prodotti alimentari e farmaceutici sono stati solo moderatamente colpiti. I settori del petrolio e del gas, della produzione

---

<sup>19</sup> Si riportano qui sostanzialmente le considerazioni e le valutazioni espresse nel documento <https://www.econstor.eu/handle/10419/219096>

industriale, dell'automobile e della tecnologia sono stati particolarmente colpiti, il 18 marzo i prezzi delle azioni sono scesi tra i cinque e i dieci punti percentuali. Tuttavia, il 25 marzo si è assistito a una ripresa delle quotazioni azionarie compresa tra due e cinque punti percentuali. Le misure espansive di politica monetaria della BCE hanno finora avuto scarso effetto stabilizzatore sui mercati finanziari. Al contrario, il forte calo dei corsi azionari a seguito delle prime due decisioni di politica monetaria suggerisce ancora una volta che queste hanno inviato un segnale negativo agli operatori di mercato in merito alle prospettive economiche nell'area dell'euro.

Negli Stati Uniti, come noto, l'epidemia ha causato una moltitudine di decessi, un forte calo dell'attività economica e un'impennata della perdita di posti di lavoro, con il tasso di disoccupazione, che era stato al minimo di 50 anni, salito ai massimi storici del dopoguerra..

In conseguenza, per sostenere l'attività economica la Federal Reserve ha rapidamente abbassato il tasso di riferimento per avvicinarlo allo zero, adottando misure straordinarie per stabilizzare i mercati e rafforzare il flusso di credito a famiglie, imprese e comunità .

Più in particolare il Federal Open Market Committee (FOMC) ha posto in essere le seguenti misure di politica monetaria, che hanno riguardato<sup>20</sup>: ( Quanto segue è in correlazione con quanto illustrato nel primo capitolo riguardo al catalogo degli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla FED)

- Interventi sull'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali:

in due riunioni, tenutesi all'inizio ed alla metà del marzo di quest'anno, ha abbassato l'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali di un totale di 1 1/2 punti percentuali, da un intervallo di 1 1/2 a 1 3/4 % ad un intervallo da 0 a 1/4 per cento (all'inizio di marzo, il Comitato ha abbassato la fascia obiettivo per il tasso dei fondi federali di 1/2 punto percentuale, dall'1 all'1 1/4 per cento, mentre a metà marzo il Comitato ha ulteriormente abbassato l'intervallo obiettivo di 1 punto percentuale, da 0 a 1/4 per cento);

- si prevede di mantenere questa fascia obiettivo fino a quando non sarà certo che l'economia ha resistito agli eventi recenti ed è sulla buona strada per raggiungere i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi.

- 1) ridotto gli interessi pagati sui saldi di riserva e ha diminuito il tasso di interesse offerto sui contratti di riacquisto inverso overnight
- 2) aumentato le disponibilità di titoli del Tesoro e titoli garantiti da ipoteca di agenzia nel Conto di mercato aperto del sistema

---

<sup>20</sup> Si specifica che per le seguenti manovre di politica monetaria ho utilizzato direttamente il sito della FED <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2020-06-mpr-part2.htm>

- per supportare il buon funzionamento dei mercati dei titoli del Tesoro e dei titoli garantiti da ipoteca (MBS) di agenzia, mercati centrali per il flusso di credito alle famiglie e imprese, il Comitato ha annunciato che aumenterà, nei prossimi mesi, le sue disponibilità in titoli del Tesoro di almeno \$ 500 miliardi e le sue partecipazioni nell'agenzia MBS di almeno \$ 200 miliardi.
- 3) reinvestito in maniera massiccia i pagamenti del capitale dal debito di agenzia e MBS di agenzia
- nella prima metà marzo, per consentire un graduale deflusso di titoli di agenzia, la Federal Reserve ha reinvestito i pagamenti del capitale dal debito di agenzia e MBS di agenzia fino a \$ 20 miliardi al mese in titoli del Tesoro; mentre i pagamenti del capitale MBS dell'agenzia superiori a \$ 20 miliardi ogni mese sono stati reinvestiti in MBS dell'agenzia.
  - a partire dalla metà di marzo, il Comitato ha annunciato che reinvestirà tutti i pagamenti principali dalle partecipazioni della Federal Reserve di debito delle agenzie e MBS di agenzia di nuovo in MBS di agenzia;
- 4) Ha allentato i termini di prestito per il prestito di credito primario, che è il programma di prestito della Federal Reserve disponibile per gli istituti di deposito in condizioni finanziarie generalmente sane. Il tasso di credito primario è stato fissato al massimo dell'intervallo obiettivo per il tasso sui fondi federali anziché a 50 punti base sopra il massimo dell'intervallo. La durata dei prestiti di credito primari, che in precedenza erano principalmente anticipazioni overnight, è stata estesa per consentire agli istituti di deposito di contrarre prestiti fino a 90 giorni. La comunicazione della Federal Reserve ha incoraggiato l'uso della finestra di sconto per aiutare a soddisfare la domanda di credito da parte di famiglie e imprese. A seguito di questi sviluppi, l'indebitamento con finestra di sconto nell'ambito del programma di credito primario è aumentato notevolmente raggiungendo un picco di circa \$ 50 miliardi alla fine di marzo 2020, il livello più alto dalla crisi finanziaria e ben al di sopra del livello tipico di circa \$ 10 milioni che prevaleva nel 2019. Nel complesso, l'eccezionale l'importo dei prestiti di credito primario è sceso a circa \$ 10 miliardi all'inizio di giugno;
- 5) ha annunciato azioni coordinate con altre banche centrali per migliorare la fornitura di liquidità tramite accordi di liquidity swap in dollari USA permanenti e l'istituzione di accordi temporanei di liquidità in dollari USA (linee di swap) con nove banche centrali aggiuntive. La dimensione delle linee di swap è aumentata da quasi zero a metà marzo a quasi \$ 450 miliardi entro la fine di aprile. La Federal Reserve ha anche istituito una

struttura di pronti contro termine temporanea per le autorità monetarie estere e internazionali.

Sul piano della politica fiscale invece i legislatori federali hanno adottato, quale risposta alle gravissime conseguenze sanitarie ed economiche della pandemia COVID-una serie di provvedimenti, che, secondo le previsioni aumenteranno le spese del governo e ridurranno le entrate fiscali di quasi \$ 21/2 trilioni in 10 anni, di cui circa \$ 2 trilioni sono attesi nell'anno fiscale in corso, La legislazione includeva anche \$ 454 miliardi per il Dipartimento del Tesoro per finanziare strutture di prestito istituite dalla Federal Reserve e \$ 46 miliardi per fornire prestiti all'industria aerea.

In particolare, il sostegno fiscale stimato per l'anno fiscale 2020 può essere inquadrato in quattro grandi categorie:

1) aiuti diretti alle famiglie,

Gli aiuti diretti alle famiglie hanno un volume complessivo di 740 miliardi di dollari . La componente più importante del sostegno al reddito è di circa 290 miliardi di dollari in pagamenti una tantum alle famiglie. Questi forniscono alle famiglie un credito d'imposta rimborsabile una tantum di \$ 1.200 per adulto e \$ 500 per bambino di età pari o inferiore a 16 anni, con un'eliminazione graduale a redditi compresi tra \$ 75.000 e \$ 100.000 per gli individui e tra \$ 150.000 e \$ 200.000 per le coppie. Entro la fine di maggio, si stima che gli importi impegnati aumenteranno significativamente il prestito totale da parte del Dipartimento del Tesoro e della Federal Reserve.

La seconda parte importante del sostegno al reddito familiare è di 230 miliardi di dollari in sussidi di assicurazione contro la disoccupazione (IU); sono stati aumentati di \$ 600 a settimana fino alla fine di luglio.“

“L'eleggibilità”è stata estesa fino a dicembre per i lavoratori "gig" (Con gig economy si intende un modello economico sempre più diffuso dove non esistono più le prestazioni lavorative continuative (il posto fisso, con contratto a tempo indeterminato) ma si lavora solo quando c'è richiesta per i propri servizi, prodotti o competenze.nella *gig economy* i lavoratori sono tutti in proprio) e svolgono attività temporanee, i lavoratori autonomi e coloro che non sono in grado di lavorare a causa dell'epidemia di COVID-19 e la durata dei benefici è stata estesa di 13 settimane fino a dicembre. Secondo il CBO fino alla fine di maggio erano stati pagati 70 miliardi di dollari di sussidi settimanali più generosi.

La legislazione prevede anche prestiti studenteschi e sgravi ipotecari, con sospensione dei pagamenti del prestito e maturazione di interessi sui prestiti studenteschi federali fino alla fine di settembre.

Sono inoltre previste la riduzione e la sospensione dei mutui ipotecari garantiti da imprese sponsorizzate dal governo.

Sono stati inoltre introdotti i pagamenti con mandato federale relativi al congedo per malattia per lavoratori presso datori di lavoro con meno di 500 dipendenti. In proposito, il costo del congedo per malattia viene rimborsato ai datori di lavoro tramite crediti d'imposta rimborsabili sui salari, che dovrebbero ammontare a circa \$ 90 miliardi nell'anno fiscale 2020.

I dipendenti hanno diritto a un massimo di due settimane di ferie retribuite pari al normale guadagno per i dipendenti o i familiari che sono direttamente interessati da COVID-19 o chiusure relative a COVID-19; inoltre, i dipendenti hanno diritto a 10 settimane di ferie retribuite a due terzi della retribuzione normale per coloro che si prendono cura di un figlio la cui scuola o l'asilo nido è chiuso.

Infine, nell'anno fiscale 2020, sono stati concessi alle famiglie circa 90 miliardi di dollari di sgravi fiscali, principalmente attraverso l'espansione della deducibilità di alcune perdite aziendali dalle passività fiscali individuali.

#### 2) prestiti o sovvenzioni alle piccole imprese.

L'intervento relativo ai prestiti e sovvenzioni alle piccole imprese ha un volume di 760 miliardi di dollari, così composti:

- il programma di protezione dello stipendio fornisce circa 670 miliardi di dollari a sostegno delle aziende con meno di 500 dipendenti tramite prestiti fino al 250% dei costi mensili del personale prima della crisi (soggetto a un limite di \$ 10 milioni); questi prestiti saranno condonati se l'occupazione e la compensazione saranno mantenute rispetto a un livello pre-crisi.
- le piccole imprese sono supportate da circa 90 miliardi di dollari in prestiti in caso di catastrofe economica per le piccole imprese (SBA) e da dilazioni di pagamento del prestito di sei mesi per i mutuatari SBA nuovi ed esistenti

#### 3) altri aiuti alle imprese;

L'intervento relativo ha un volume di 420 miliardi di dollari.

Sono state emanate diverse disposizioni che riducono le entrate fiscali nell'anno fiscale 2020, con la maggiore riduzione derivante dal pagamento ritardato delle imposte sui salari dal lato del datore di lavoro fino al 2021 e 2022, che dovrebbe ridurre i pagamenti delle tasse di \$ 210 miliardi nell'anno fiscale 2020, ma per lo più sarà effettuato negli anni successivi.

Un'ulteriore riduzione di circa \$ 90 miliardi nell'anno fiscale 2020 consegue alle modifiche del trattamento delle perdite operative nette e degli interessi passivi per le società.

La legislazione prevede anche quasi \$ 50 miliardi di sgravi fiscali sui salari per le aziende significativamente colpite dalla chiusura di COVID-19 per mantenere i dipendenti.

A parte gli sgravi fiscali, sono previsti circa 20 miliardi di dollari in prestiti e sovvenzioni rivolti a vettori aerei passeggeri e merci e relativi appaltatori per sostenere le spese per il personale dell'aviazione colpiti dalla pandemia.

Inoltre, si prevede che circa 50 miliardi di dollari di fondi andranno agli ospedali per sostenere le spese relative all'assistenza sanitaria o fornire sollievo per la perdita di entrate.

Infine, mentre non lo hanno mostrato nelle stime del CBO sul sostegno fiscale, la legislazione ha fornito fino a \$ 454 miliardi per il Dipartimento del Tesoro per finanziare le strutture di prestito stabilite dalla Federal Reserve per offrire prestiti alle imprese e ai governi statali e locali e ha fornito fino a 46 miliardi di dollari per offrire prestiti all'industria del trasporto aereo.

4) acquisti governativi di beni e servizi o sovvenzioni a governi statali e locali.

L'intervento ha un volume stimato di 260 miliardi di dollari

La maggior parte di questa categoria di aiuti consiste in circa 150 miliardi di dollari in finanziamenti di soccorso ai governi statali e locali per le spese relative alla gestione della pandemia COVID-19.

I governi statali riceveranno anche un extra di \$ 30 miliardi attraverso un aumento temporaneo della quota delle spese mediche che il governo federale copre.

Inoltre, si prevede che l'Agenzia federale per la gestione delle emergenze spenderà 50 miliardi di dollari in fondi per i soccorsi in caso di calamità per fornire assistenza alle persone e alle organizzazioni colpite dalla crisi COVID-19.

La Banca centrale europea (Bce) ha già attivato il *quantitative easing*, una misura di politica monetaria favorendo gli istituti di credito nel concedere prestiti a bassi tassi d'interesse con l'obiettivo di risollevarne la domanda.

Molti analisti sono dell'avviso che dal momento che la politica monetaria sembra aver esaurito i suoi margini di efficacia senza raggiungere in maniera diretta la popolazione, non ci produrrebbe uno stimolo diretto all'economia reale.

La situazione appare dunque alquanto critica, posto che le ormai note misure adottate da molti paesi per cercare di rallentare il tasso di infezione, sebbene necessarie, hanno avuto un duro impatto sulla produzione e sulle vendite in molti settori, con conseguente, grave crollo del PIL in quasi tutti i paesi

**Growth rates of GDP in volume**  
(based on seasonally adjusted\* data)

	Percentage change compared with the previous quarter				Percentage change compared with the same quarter of the previous year			
	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
<b>Euro area</b>	0.3	0.1	-3.7	-11.8	1.4	1.0	-3.2	-14.7
<b>EU</b>	0.4	0.1	-3.3	-11.4	1.6	1.2	-2.7	-13.9
<b>Belgium</b>	0.4	0.5	-3.5	-12.1	1.6	1.3	-2.4	-14.4
<b>Bulgaria</b>	0.7	0.8	0.3	-10.0	3.2	3.1	2.4	-8.5
<b>Czechia</b>	0.5	0.4	-3.3	-8.7	2.3	2.0	-1.9	-11.0
<b>Denmark</b>	0.2	0.5	-2.0	-6.9	2.4	2.1	-0.1	-8.2
<b>Germany</b>	0.3	0.0	-2.0	-9.7	0.8	0.4	-2.2	-11.3
<b>Estonia</b>	1.4	-0.1	-2.2	-5.6	5.5	4.1	-0.1	-6.5
<b>Ireland</b>	3.3	1.3	-2.1	-6.1	6.8	7.7	4.4	-3.7
<b>Greece</b>	0.2	-0.9	-0.7	-14.0	2.2	0.8	-0.5	-15.2
<b>Spain</b>	0.4	0.4	-5.2	-18.5	1.9	1.8	-4.1	-22.1
<b>France</b>	0.2	-0.2	-5.9	-13.8	1.6	0.8	-5.7	-18.9
<b>Croatia</b>	0.6	0.4	-1.3	-14.9	2.8	2.7	0.3	-15.1
<b>Italy</b>	0.0	-0.2	-5.5	-12.8	0.5	0.1	-5.6	-17.7
<b>Cyprus</b>	0.6	1.2	-2.1	-11.6	3.2	3.2	0.8	-11.9
<b>Latvia</b>	0.6	0.1	-2.9	-6.5	1.8	1.0	-1.5	-8.6
<b>Lithuania</b>	0.8	1.1	-0.3	-5.5	3.8	3.9	2.4	-4.0
<b>Luxembourg</b>	0.4	0.4	-2.9	:	3.0	3.0	-0.2	:
<b>Hungary</b>	0.9	0.7	-0.4	-14.5	4.7	4.4	2.0	-13.5
<b>Malta</b>	-2.0	0.5	-2.6	-11.6	3.5	4.3	0.7	-15.2
<b>Netherlands**</b>	0.3	0.5	-1.5	-8.5	1.6	1.6	-0.3	-9.0
<b>Austria</b>	-0.2	-0.2	-2.4	-10.4	1.4	0.4	-2.8	-12.9
<b>Poland</b>	1.2	0.2	-0.4	-8.9	4.1	3.5	1.7	-7.9
<b>Portugal</b>	0.3	0.7	-3.8	-13.9	1.9	2.2	-2.3	-16.3
<b>Romania</b>	0.5	1.2	0.3	-12.3	3.3	3.9	2.7	-10.5
<b>Slovenia</b>	0.8	0.4	-4.8	-9.6	2.1	1.7	-3.7	-12.9
<b>Slovakia***</b>	0.4	0.6	-5.2	-8.3	1.9	2.0	-3.8	-12.2
<b>Finland</b>	0.3	-0.3	-1.9	-4.5	1.6	0.9	-1.2	-6.3
<b>Sweden</b>	0.3	0.1	0.2	-8.3	1.7	0.7	0.7	-7.7
<b>United Kingdom</b>	0.5	0.0	-2.2	-20.4	1.3	1.1	-1.7	-21.7
<b>Iceland***</b>	-0.5	4.7	-5.7	-9.1	1.3	2.9	-1.3	-10.7
<b>Norway</b>	0.0	1.5	-1.7	-5.1	0.5	1.8	0.0	-5.3
<b>Switzerland</b>	0.4	0.8	-2.5	-8.2	1.3	2.2	-0.8	-9.4
<b>United States</b>	0.6	0.6	-1.3	-9.1	2.1	2.3	0.3	-9.1

Source:EUROSTAT

Tale costo diretto rischia di essere amplificato dalla presenza di effetti indiretti se il calo della produzione porta ad una significativa riduzione dell'occupazione (con conseguente perdita di reddito e consumi).

Per aiutare a riparare i danni economici e sociali causati dalla pandemia di coronavirus, avviare la ripresa europea e proteggere e creare posti di lavoro, il 26 maggio la Commissione europea ha proposto un importante piano di ripresa per l'Europa basato sullo sfruttamento del pieno potenziale del bilancio dell'UE. Il 21 luglio 2020 i leader dell'UE hanno concordato questo piano di ripresa e il quadro finanziario pluriennale per il periodo 2021-2027. La decisione sulle risorse proprie, una volta adottata, dovrebbe essere approvata dagli Stati membri quanto prima possibile, conformemente alle rispettive norme costituzionali.

>> [... il 21 luglio 2020 i leader dell'UE hanno concordato un pacchetto articolato di 1 824,3 miliardi di EUR che combina il quadro finanziario pluriennale (QFP) con uno sforzo straordinario per la ripresa, *Next Generation EU*. Il pacchetto aiuterà l'UE a ripartire dopo la pandemia di COVID-19 e sosterrà gli investimenti nella transizione verde e in quella digitale. Il quadro finanziario pluriennale, rafforzato da *Next Generation EU*, costituirà lo strumento principale per l'attuazione del pacchetto per la ripresa in risposta alle conseguenze socioeconomiche della pandemia di COVID-19. Contribuirà inoltre a trasformare l'UE attraverso le sue principali politiche, in particolare il Green Deal europeo, la rivoluzione digitale e la resilienza.

I leader hanno inoltre convenuto di destinare il 30% della spesa totale a titolo del QFP e di *Next Generation EU* a progetti legati al clima.

Assieme ai 540 miliardi di EUR di fondi già disponibili per le reti di sicurezza (a sostegno dei lavoratori, delle imprese e degli Stati membri), il pacchetto globale per la ripresa dell'UE ammonta a 2 364,3 miliardi di EUR.

Gli importi a titolo di *Next Generation EU* saranno erogati tramite sette programmi, sotto forma di prestiti (360 miliardi di EUR) e sovvenzioni (390 miliardi di EUR):

- Dispositivo per la ripresa e la resilienza: 672,5 miliardi di EUR
- REACT-EU: 47,5 miliardi di EUR
- Orizzonte Europa: 5 miliardi di EUR
- InvestEU: 5,6 miliardi di EUR
- Sviluppo rurale: 7,5 miliardi di EUR
- Fondo per una transizione giusta: 10 miliardi di EUR

- RescEU: 1,9 miliardi di EU ...]<<<sup>21</sup>

<<[...Nell'ambito del pacchetto di sostegno di emergenza per far fronte all'impatto economico della crisi Covid-19, l'UE ha istituito uno strumento temporaneo per aiutare i lavoratori a mantenere il loro posto di lavoro durante la crisi. il Consiglio ha adottato SURE, un regime temporaneo che può fornire agli Stati membri fino a 100 miliardi di EUR di prestiti a condizioni favorevoli. Lo strumento consente agli Stati membri di chiedere il sostegno finanziario dell'UE per contribuire al finanziamento degli aumenti repentini e severi della spesa pubblica nazionale - a partire dal 1° febbraio 2020 - connessi a regimi di riduzione dell'orario lavorativo e misure analoghe, anche per i lavoratori autonomi, o a determinate misure di carattere sanitario, in particolare sul posto di lavoro, in risposta alla crisi.

SURE è una delle tre reti di sicurezza - del valore di 540 miliardi di EUR - per l'occupazione e i lavoratori, le imprese e gli Stati membri, di cui tratta la relazione dell'Eurogruppo concordata il 9 aprile 2020. I leader dell'UE hanno approvato la relazione il 23 aprile e hanno chiesto che il pacchetto sia operativo entro il 1° giugno 2020.

Per fornire agli Stati membri richiedenti assistenza finanziaria a condizioni favorevoli, la Commissione raccoglierà fondi sui mercati internazionali dei capitali per conto dell'UE. I prestiti concessi a titolo di SURE saranno sostenuti dal bilancio dell'UE e da garanzie fornite dagli Stati membri in funzione della loro quota nell'RNL dell'Unione. L'importo totale delle garanzie sarà di 25 miliardi di EUR.

Pur essendo a disposizione di tutti gli Stati membri, lo strumento SURE rappresenterà una rete di sicurezza particolarmente importante per i lavoratori delle economie più colpite. Formalmente, l'assistenza finanziaria sarà concessa mediante una decisione adottata dal Consiglio su proposta della Commissione.

SURE diventerà disponibile dopo che tutti gli Stati membri avranno fornito le loro garanzie e sarà in seguito operativo fino al 31 dicembre 2022. Su proposta della Commissione, il Consiglio può decidere di prorogare il periodo di disponibilità dello strumento, ogni volta per un periodo supplementare di 6 mesi, qualora persistano gravi perturbazioni economiche causate dalla pandemia di Covid-19....]<<<sup>22</sup>

Inoltre in 15 Maggio è stato approvato il “MES SANITARIO”: Il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), noto anche come “Fondo salva-Stati”, è un’organizzazione internazionale nata nel

---

<sup>21</sup> Le seguenti informazioni sono riprese dal sito <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-recovery-plan/>

<sup>22</sup> Le seguenti informazioni sono riprese dal sito <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/05/19/covid-19-council-reaches-political-agreement-on-temporary-support-to-mitigate-unemployment-risks-in-an-emergency-sure/>

2012 e comprendente gli attuali 19 Paesi dalla zona Euro; fu creato per sostituire il Fondo Europeo di stabilità finanziaria FESF e il Meccanismo Europeo di stabilizzazione finanziaria MESF, con il fine di emettere prestiti per assicurare la stabilità finanziaria dei singoli Paesi e dell'intera zona Euro in situazioni di crisi.

In base al trattato istitutivo del MES, al bilancio dell'istituzione contribuiscono i Paesi membri in modo proporzionale alla loro popolazione e al loro PIL; Nello specifico, la Germania contribuisce per il 27%, la Francia per il 20%, l'Italia per il 17% e così a scendere. Il MES quindi eroga i propri prestiti ai Paesi che ne hanno bisogno rivolgendosi ai mercati finanziari ed emettendo obbligazioni a tassi molto più bassi rispetto a quelli che ogni Paese membro in crisi otterrebbe; I fondi che il Mes ottiene vengono quindi devoluti ai Paesi che ne hanno bisogno sotto forma di prestiti a tassi agevolati e per questo sono vincolati e legati ai piani di riforme macroeconomiche previsti dal Memorandum d'Intesa siglato tra il Paese membro e il MES stesso. I prestiti che il MES eroga fanno parte del bilancio dell'organizzazione, il quale viene investito in asset di più alta qualità e funge da garanzia per continuare ad ottenere prestiti a tassi estremamente bassi.

Il CdA del MES ha approvato il 15 maggio del 2020 la cosiddetta Pandemic Crisis Support, una linea di credito finalizzata alla risposta all'emergenza epidemiologica; Si tratta di aiuti per circa 240 miliardi totali, cioè il 2% del Pil 2019 di tutti i 19 Paesi membri. La novità di questa linea di credito consiste nel fatto che i prestiti non comportano riforme programmatiche macroeconomiche strettamente vincolanti, ma sono unicamente legate all'utilizzo per la copertura di spese sanitarie e di prevenzione legate al Coronavirus e sono disponibili fino alla fine del 2022, al netto di eventuali evoluzioni in negativo dell'emergenza.<sup>23</sup>

### **3.3 HELICOPTER MONEY: UNA SOLUZIONE ALLA CRISI?**

La strategia adottata dai governi presenta comunque, nonostante l'"ombrello" garantito (ma a tempo) della BCE, importanti effetti di rischio sui bilanci dei singoli Stati, atteso che, nel quadro europeo, l'approvvigionamento dei fondi necessari a finanziare gli interventi programmati può essere sostanzialmente realizzato, in ultima analisi e con tutti i distinguo del caso, o aumentando le tasse (incrementando così l'onere delle famiglie o delle imprese, in modo controproducente) o prendendo a prestito i fondi sui mercati dei capitali e aumentare il loro carico di debito (con conseguente aumento di tasse in futuro).

---

<sup>23</sup> Per le informazioni riguardanti il MES ho consultato il sito <https://www.nomoscsp.com/speciali-nomos/recovery-fund-mes-co-le-misure-dell-ue-per-la-ripresa-post-covid-19.html>

Per questo motivo, anche l'allentamento delle restrizioni UE su tale ulteriore indebitamento rappresenta una misura rischiosa, dati gli elevati rapporti di debito (superiori al 100% del PIL in alcuni casi) in molti dei paesi più colpiti, con il conseguenti rischi di una crisi del debito e di un immediato aumento degli spread.

Sotto altro verso, un eventuale acquisto massiccio del debito di nuova emissione da parte della banca centrale attraverso un programma ampliato di *quantitative easing* ne faciliterebbe certamente l'assorbimento ma non impedirebbe l'aumento del rapporto debito / PIL dei governi, con il rischio di mettere le finanze pubbliche di alcuni paesi su un percorso insostenibile.

In questo quadro, sembrano esservi le condizioni per esplorare la possibilità di un intervento alternativo a una strategia basata su programma fiscale di emergenza finanziato con tasse più alte e / o più debito pubblico.

Tale alternativa è rappresentata dal finanziamento diretto e non rimborsabile da parte della banca centrale dei trasferimenti fiscali aggiuntivi ritenuti necessari, intervento comunemente noto come "denaro dell'elicottero", rimasto finora un tabù tra la maggior parte degli economisti e dei responsabili politici.

L'idea di far ricorso ad uno strumento come *l'helicopter money*, che coordini la politica monetaria con quella fiscale, si sta in effetti sempre più diffondendo.

La denominazione della misura risale ad una proposta dell'economista Friedman e sottende una politica monetaria non convenzionale proposta come alternativa all'allentamento quantitativo (QE), quando l'economia è nella situazione conosciuta come "trappola della liquidità" (l'economia rimane in recessione ancorché i tassi di interesse siano vicini allo zero).

Una seconda serie di politiche, conosciute sotto il nome di "dividendo dei cittadini o distribuzione di signoraggio futuro", più vicina alla descrizione originale della moneta da elicottero e più innovativa nel contesto della storia monetaria, prevede che la banca centrale effettui trasferimenti diretti al settore privato finanziato con base monetaria, senza il coinvolgimento diretto delle autorità fiscali.

Tra queste rientra anche il caso più celebre di Helicopter Money, verificatosi alla fine dello scorso secolo in Giappone, dove nel 1999, dopo il "decennio perduto" della crescita economica, si decise di distribuire buoni di consumo da 20,000 Yen (circa 200 dollari) che la gente avrebbe dovuto spendere entro sei mesi.

L'esempio più recente si è verificato invece ad Hong Kong, laddove nel febbraio 2020, proprio per far fronte al coronavirus, il governo ha incaricato la banca centrale di depositare in ciascuno dei residenti della città (dai 18 anni in su) una somma di 10.000 HK \$ – o circa 1.142 euro – per sostenere l'economia locale.

In sostanza, nella tipologia qui presa in considerazione, la misura dell'helicopter money si basa sul fatto che le banche centrali hanno la capacità di creare denaro sotto forma di valuta o, più precisamente, di appostare un credito su un conto detenuto presso la banca centrale da una banca o da un governo.

Si ipotizza, in concreto, che la banca centrale accrediti sul conto del governo (o dei governi, nel caso della BCE) l'importo dei trasferimenti aggiuntivi e per la durata del programma.

Non essendo quel credito non rimborsabile, cioè equivarrebbe a un trasferimento dalla banca centrale al governo, mentre, da un punto di vista contabile, esso sarebbe catturato da una riduzione del capitale della banca centrale o da un'annotazione permanente sul lato dell'attivo del suo bilancio.

L'accredito, pertanto, non dovrebbe avere un impatto da solo sui profitti della banca centrale che vengono periodicamente trasferiti al governo, soprattutto se il tasso di interesse sulle riserve dovesse rimanere a zero.

Si noti che un tale trasferimento dalla banca centrale al governo equivarrebbe a un acquisto commisurato di debito pubblico da parte della banca centrale, seguito dal suo immediato annullamento, quindi non avendo più un impatto sulle passività del debito effettivo del governo.

I commentatori hanno evidenziato che l'intervento fiscale finanziato con denaro sopra descritto solleva una serie di questioni<sup>24</sup>

In primo luogo, si pongono sul piano pratico, svariate problematiche nell'attuazione nell'adozione di tale politica, inclusa la necessità di determinare (rapidamente) l'entità del trasferimento a cui ciascuna impresa avrebbe diritto, ma tali problemi sembrano di secondo ordine rispetto alla sfida macroeconomica che devono affrontare molti paesi e possono essere superati con sufficiente determinazione politica.

In secondo luogo, è probabile che un tale intervento venga considerato illegale in molte giurisdizioni, in quanto, il fatto che la politica monetaria sia (almeno temporaneamente) sostanzialmente subordinata all'autorità fiscale può essere percepito come una totale violazione del principio di indipendenza della banca centrale; abbiamo visto, tuttavia, molte occasioni in cui regole che erano considerate immodificabili sono state allentate di fronte a circostanze straordinarie (come la decisione della BCE di acquistare debito pubblico durante la crisi del debito europeo); la banca centrale, inoltre, potrebbe accettare di partecipare volontariamente a tale schema, preservando così la sua indipendenza formale.

---

<sup>24</sup> Si riportano qui sostanzialmente le considerazioni e le valutazioni espresse nel documento "Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation" By Paul McCulley, Chair, GIC Global Society of Fellows and Zoltan Pozsar, Visiting Scholar, GIC Global Society of Fellows

Infine - questioni legali a parte - un uso ricorrente di tali politiche da parte dei governi potrebbe essere fonte di un pregiudizio inflazionistico e determinare cambiamenti nel comportamento individuale che potrebbero minare la loro efficacia; quest'ultimo aspetto non dovrebbe, tuttavia, preoccupare nel contesto attuale, poiché il ricorso al finanziamento in denaro sarebbe strettamente limitato alla durata delle misure di emergenza legate alla crisi sanitaria; in definitiva, si tratta di un impegno per il quale l'adempimento può sempre essere garantito dalla banca centrale, che metterebbe in gioco la sua reputazione.

### ***3.4 CONCLUSIONI: VALUTAZIONI PERSONALI RIGUARDO L'EFFETTIVA EFFICACIA DI COORDINAMENTO TRA POLITICA MONETARIA E POLITICA FISCALE IN PERIODI DI CRISI***

Il breve excursus storico della crisi del 2007-2008, nello scenario americano ed in quello europeo, ha consentito di individuare, nei diversi contesti operativi nel quale sono inquadrati la FED, da una parte, e la BCE, i singoli strumenti di politica monetaria a disposizione delle due banche centrali.

L'analisi è quindi proseguita evidenziando la necessità di un coordinamento tra la politica fiscale e quella monetaria, nonché i limiti e l'efficacia di tale coordinamento nei due scenari, europeo ed quello americano.

Si è quindi passati a delineare, dopo averne riepilogato brevemente i tratti salienti, le note caratteristiche dell'attuale crisi, illustrando succintamente gli interventi di politica monetaria e fiscale finora attuati nelle due diverse aree.

Dopo avere mostrato come essi si presentino, secondo il giudizio di alcuni economisti, per niente affatto scervri da gravi criticità, si è pervenuti quindi a trattare, nei suoi caratteri fondamentali, quel particolare strumento, denominato *helicopter money*, che, potendo essere considerato come una sorta di "mix" tra politica monetaria e fiscale, funzionerebbe sostanzialmente quale attuazione contemporanea di entrambe le politiche in ambedue gli scenari.

Pur dando atto della circostanza che gli interventi fiscali finanziati con denaro sono indubbiamente uno strumento potente, sicché i responsabili politici dovrebbero ricorrere ad esse solo in situazioni di emergenza, quando altre opzioni sono destinate a essere inefficaci o ad innescare conseguenze indesiderabili, attuali o future (ad esempio una crisi del debito lungo la strada), si sono illustrate infine le ragioni in virtù delle quali, date le attuali condizioni di emergenza economica provocate dalla pandemia, quel momento sembra, ad avviso di alcuni studiosi, essere ormai giunto.

## BIBLIOGRAFIA:

A. Alesina - L. Summers, *Central Bank Independence a Some Comparative Evidence*, in «Journal of Money», pp. 151

ANNA PAOLA ARESTI, *LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE: OBIETTIVI E STRUMENTI D'INTERVENTO*, Vita e Pensiero – Pubblicazioni dell'Università Cattolica del Sacro Cuore

Banco Central de Chile Documentos de Trabajo Central Bank of Chile, *fiscal and monetary policy coordination in emu*, Working Papers N° 194 Dicembre 2002

BEETSMA R., DEBRUN X., 2004 *The Interaction between Monetary and Fiscal Policies in a Monetary Union: A Review of Recent Literature*, in: R. Beetsma et. al., eds.

Bernoth, Kerstin; Dany-Knedlik, Geraldine; Gibert, Anna,, *ECB and Fed monetary policy measures against the economic effects of the coronavirus pandemic have little effect*, DIW focus 3 2020

Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy report June 12, 2020*

Buiter, Willem H. (2013), "*The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has it Changed?*", in *The Role of Central Banks in Financial Stability, World Scientific Studies in International Economics: Volume 30*, Douglas D Evanoff, Cornelia Holthausen, George G Kaufman and Manfred Kremer.

Carl E. Walsh, *Monetary theory and policy*, third edition, The MIT Press Cambridge Massachusetts Pag 453-477

CER, *La conduzione della politica monetaria da parte della BCE*, in «Rapporto CER», 6, 1998b.

Coen Teulings and Richard Baldwin, *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, A VoxEU.org Book

ECB (2013), "*Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area*", Structural Issues Report 2013, ECB Occasional Paper Series No. 151.

Eric Tymoigne (2014) *Modern Money Theory, and Interrelations Between the Treasury and Central Bank: The Case of the United States*, *Journal of Economic Issues*, 48:3, 641-662

Frederic S. Mishkin\* ,*Is Monetary Policy Effective during Financial Crises?*, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2009, 99:2, 573–577

Giorgio Di Giorgio,*ECONOMIA E POLITICA MONETARIA*,V EDIZIONE

Joanna Stawska ,*the impact of the monetary - fiscal policy mix on investments of euro area countries in the context of the financial crisis*,*science and Studies of Accounting and Finance: Problems and Perspectives*, Volume 8, Number 1

*Journal of Economic Perspectives—Volume 26, Number 3—Summer 2012—Pages 49–68*

Kenneth N. Kuttner\* ,*The Monetary-Fiscal Policy Mix: Perspectives from the U.S.*, October 1, 2002

Matthew B. Canzoneri, Robert Cumby, and Behzad Diba ,*How Do Monetary and Fiscal Policy Interact in the European Monetary Union?* NBER Working Paper No. 11055 January 2005 JEL No. E63, F33

Michael D. Bordo ,*an historical perspective on the crisis of 2007-2008*, Working Paper 14569

Nordhaus, William D. 1994. Policy Games: Coordination and Independence in Monetary and Fiscal Policies. *Brookings Papers on Economic Activity*, **2**, 139–199.

Paul McCulley, Chair, GIC Global Society of Fellows and Zoltan Pozsar, Visiting Scholar, GIC Global Society of Fellows ,*Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation*, January 7, 2013

Stephen G. Cecchetti (2018) *Monetary, prudential and fiscal policy: how much coordination is needed*, *New Zealand Economic Papers*, 52:3, 251-276

The Centre for Economic Policy Research (CEPR) ,*COVID ECONOMICS VETTED AND REAL-TIME PAPERS* , ISSUE 36 10 JULY 2020

The Monetary Policy of the ECB, 2004, European Central Bank, Frankfurt am Main, p. 208-209.

Troy Davig Eric M. Leeper,.,*Monetary-Fiscal Policy Interactions and Fiscal Stimulus*, Working Paper 15133

Yothin Jinjarak ,Rashad Ahmed ,Sameer Nair-Desai, Weining Xin Joshua Aizenman  
*,pandemic shocks and fiscal-monetary policies in the eurozone: covid-19 dominance  
during january - june 2020, Working Paper 27451*

Nikolaos A. Kyriazis\* ,*Eurozone Debt Monetization and Helicopter Money Drops:  
How Viable can this be?, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2017, 3,  
pp. 5-15*