

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

**Le politiche monetarie
dalla crisi del 2008 alla crisi del Covid-19**

Relatore

Prof. Salvatore Nisticò

Candidato

Gabriele Vestrini

Matricola 218761

Anno Accademico 2019/2020

SOMMARIO

CAPITOLO I – RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI E LA GRANDE CRISI DEL 2008.....	5
1.1 Evoluzione, obiettivi e organizzazione delle Banche Centrali	5
1.1.1 Banca Centrale Europea (BCE).....	6
1.1.2 Federal Reserve System (Fed).....	8
1.2 Le cause della crisi.....	9
1.3 La Grande Recessione del 2008: cambiamenti nell'economia	13
1.4 Dalla crisi finanziaria alla crisi del debito sovrano europeo.....	14
CAPITOLO II – LE POLITICHE MONETARIE	17
2.1 Obiettivi e strumenti: la politica monetaria convenzionale	17
2.2 Il tasso d'inflazione.....	17
2.3 Gli strumenti convenzionali di politica monetaria.....	20
2.3.1 Operazioni di mercato aperto	21
2.3.2 Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti	23
2.3.3 Riserva obbligatoria.....	25
2.4 I meccanismi ed i canali di trasmissione della politica monetaria.....	25
2.5 Le politiche monetarie non convenzionali attuate dopo il 2008	27
2.6 Gli strumenti non convenzionali delle Banche Centrali	30
2.6.1 Longer-Term Refinancing Operations (LTRO), Very Long-Term Refinancing Operations (VLTRO) e Covered Bonds Purchase Programme (CBPP).....	31
2.6.2 Securities Market Programme (SMP) ed Outright Monetary Transactions (OMT).....	33
2.6.3 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTROs) e Asset Purchase Programme (APP)	34
CAPITOLO III – CONSEGUENZE DELLE POLITICHE MONETARIE NON - CONVENZIONALI: UNO SGUARDO AL PRESENTE	37
3.1 Effetti delle politiche monetarie non-convenzionali.....	37
3.2 La trasmissione all'economia reale.....	39
3.3 Impatto e conseguenze delle misure implementate	41
3.3.1 Il Quantitative Easing e l'Inflazione.....	44
3.4 La crisi del Sars-CoV-2: un confronto con la Grande Recessione del 2008	48
3.4.1 Confronto delle politiche monetarie attuate da BCE e Fed.....	51
CONCLUSIONI	57
BIBLIOGRAFIA	59
SITOGRAFIA.....	62

INTRODUZIONE

“Quando gli Stati Uniti starnutiscono, il mondo prende il raffreddore” (N.Roubini, 2006)

Questa frase, comparsa sulle maggiori riviste del settore finanziario dopo gli avvenimenti legati alla crisi economica scoppiata negli USA nel 2008, descrive molto bene le vicende di un periodo che vede espandersi una crisi che, solo all'apparenza, sembrava poter restare confinata oltreoceano e che invece, con una rapidità incredibile, si diffuse immediatamente anche nel vecchio continente, trasformandosi in quello che lo stesso Roubini ha definito come il periodo della *“Grande Recessione”*. Un evento di portata globale dunque che ha colpito e colpisce ancora oggi un numero considerevole di semplici famiglie, di cittadini che, con pochi risparmi e tante “promesse”, erano rimasti affascinati da un meccanismo abbastanza semplice che avrebbe permesso loro di realizzare il sogno di una vita: acquistare un'abitazione.

L'elaborato, nascendo dallo studio di questo quadro storico, è stato creato con lo scopo di analizzare le politiche monetarie che la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve americana hanno attuato, gli obiettivi perseguiti e le dinamiche scaturite da una crisi che ha sconvolto non solo il mondo economico ma, con esso, la vita reale degli individui. Ecco così che nel primo capitolo si vanno a delineare le vicende che hanno portato alla nascita ed evoluzione delle più grandi banche centrali oggi esistenti, la loro organizzazione e, soprattutto, le finalità che intendono perseguire con il loro operato.

Sicuramente la crisi economica legata agli accadimenti scaturiti dal momento del fallimento della *Lehman Brothers* il 15 settembre 2008 ha innescato tutta una serie di eventi che vengono qui ripercorsi e che, come detto, non si sono limitati ai soli confini americani.

Certo è che si è trattato di una crisi senza precedenti che ha sconvolto gli equilibri esistenti mettendo in moto differenti strategie e svariati meccanismi con cui i diversi paesi, ma soprattutto le due principali banche centrali, hanno posto le basi per intervenire immediatamente e rimediare ad una situazione che è sembrata, giorno dopo giorno sempre più fuori controllo. Nello stesso capitolo si cercherà quindi di ricostruire in maniera cronologica ogni avvenimento che ha portato prima all'aumento della dimensione della “bolla” speculativa e poi alla fine del 2008 al suo “scoppio”. Cercheremo di analizzare i cambiamenti e le conseguenze che si sono scaturite a causa della stessa per poi passare al secondo capitolo dove si cercheranno di analizzare più da vicino e nel dettaglio, le singole operazioni di politica monetaria che sono state messe in atto per contenere la diffusione nei mercati e nell'economia reale di questa forte crisi. Sarà fatta una differenza tra le politiche di tipo “standard” che le banche centrali possono utilizzare per raggiungere i propri obiettivi per poi studiare le singole politiche “non-convenzionali” che sono state implementate dopo il fallimento della *Lehman Brothers*.

Nel terzo capitolo infine andremo ad analizzare le conseguenze, gli effetti e i cambiamenti che queste misure hanno apportato al sistema bancario, finanziario e sociale per poi gettare uno sguardo all'odierna crisi, quella

del *Sars-CoV-2* o comunemente chiamato *Coronavirus*. Un grande accadimento che sta sconvolgendo la vita di tutti gli individui e che annuncia una nuova e inaspettata crisi economica, forse ancora più drammatica di quella precedentemente citata. Una crisi non tanto finanziaria ma derivante da uno shock esogeno dell'offerta, tra le prime nel suo genere o forse del tutto nuova, del tutto diversa, che sta chiedendo e continuerà a chiedere di agire prontamente sia ai singoli governi che alle Banche Centrali stesse. Come? Con quali strumenti? Quali politiche monetarie verranno messe in atto? Il terzo capitolo ci condurrà all'analisi degli sviluppi iniziali di questa crisi delle misure in atto e di quelle che potranno essere adottate per evitare una recessione della portata di quella del 2008.

CAPITOLO I – RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI E LA GRANDE CRISI DEL 2008

1.1 Evoluzione, obiettivi e organizzazione delle Banche Centrali

Per capire il ruolo delle Banche Centrali nei sistemi finanziari ed economici mondiali occorre comprendere il loro funzionamento e, ancor prima, il motivo della loro istituzione. Dal momento in cui sono nate ai giorni nostri, le Banche Centrali si sono trasformate da semplici banche in mano ad un sovrano a istituzioni detentrici della stabilità del mercato del credito, in grado di tutelare persino il valore della moneta. Fra le più antiche Banche Centrali del mondo troviamo la *Old Lady*, la *Bank of England* (BOE) che, nel 1694, venne creata dai sovrani inglesi con lo scopo di garantire la copertura delle spese di corte, soprattutto quelle relative all'espansione coloniale e mercantile del Regno Unito.

Nel ventesimo secolo nasce il sistema statunitense che rispecchia, già nel nome, la natura di quel processo di unione che, nel secolo precedente, aveva portato alla formazione degli Stati Uniti. Allo stesso modo in Europa emerge l'esigenza di creare un'area di libero scambio tra nazioni che ben presto, anche grazie alla creazione di una moneta comune, porterà ad una vera e propria istituzione politica così come alla nascita di una *Banca Centrale Europea* – la BCE.

Negli ultimi due secoli la funzione delle Banche Centrali si è enormemente evoluta dalla sola emissione di banconote, dalla supervisione dei pagamenti internazionali, fino ad arrivare a sostenere addirittura il finanziamento di un governo, a regolare il valore della moneta nazionale e ad agire come prestatore di ultima istanza, nei confronti di banche in crisi di liquidità e/o in crisi dovuta al deterioramento del credito. Mentre in Europa il ruolo della banca centrale era visto principalmente con funzione di controllo sulle banche commerciali, negli Stati Uniti si temeva che la concentrazione di potere nelle mani di una singola istituzione potesse rivelarsi troppo azzardata e pericolosa. Ecco così che l'istituzione di una banca centrale al pari della situazione europea si scontrò, in suolo americano, con notevoli difficoltà soprattutto a livello politico.

Le Banche Centrali costituiscono il fulcro dei sistemi finanziari di tutto il mondo essendo responsabili della politica monetaria di questi ultimi oltre ad essere in grado di influenzare i tassi d'interesse, l'offerta di moneta e l'entità del credito, ovvero di tutti quegli elementi che ricadono sull'operato dei mercati finanziari, sulla produzione aggregata e sull'inflazione.

Guido Carli, governatore della Banca Centrale Italiana negli anni sessanta, ovvero nel periodo di passaggio da un'economia agricola a un'economia industriale all'interno del nostro Paese, sostenne che la banca centrale sarebbe dovuta divenire il banchiere dei banchieri e il banchiere del governo proprio tenendo a

mente che il suo ruolo fosse quello di finanziare indirettamente quest'ultimo, mantenendo in equilibrio la massa monetaria, il credito concesso alle imprese e la dinamica dei prezzi.

La moneta e la stabilità delle banche sono beni pubblici: questo significa che è fondamentale che siano presenti in quanto capaci di generare benefici per tutti. È anche vero però che nessun singolo ha un incentivo a creare suddetti benefici, poiché dovrebbe dividerne i vantaggi anche con coloro che non ne hanno sopportato il costo al momento della loro creazione, dando vita al c.d. problema del *free-rider*¹. Dunque, in assenza di un'azione collettiva di natura cooperativa che dia vita a questo tipo di istituzioni, il compito di crearne spetta allo Stato nazionale. Nello scacchiere mondiale odierno sono due i punti di riferimento nell'ambito della politica monetaria: la *Federal Reserve* (Fed) americana e la *Banca Centrale Europea* (BCE).

1.1.1 Banca Centrale Europea (BCE)

Con il Trattato di Maastricht, siglato inizialmente da 12 paesi il 7 febbraio 1992 viene istituita ufficialmente l'Unione Europea. Scopo degli stati europei era quello di voler raggiungere una maggiore integrazione a livello politico, economico e monetario. Tale obiettivo fu raggiunto nel 1998 quando a Francoforte sul Meno venne istituita la Banca Centrale Europea. A tale istituto fu assegnato il compito di controllo e gestione dell'Euro (€), la nuova valuta comune, che entrò in vigore il 1° gennaio 1999 solo per le transazioni finanziarie che non prevedevano l'uso del contante e nel 2002 come moneta circolante per gli undici dei quindici stati che appartenevano al tempo alla UE.

L'organismo della BCE si inserisce nel più ampio processo di realizzazione dell'Unione Economica e Monetaria (UEM). I tre principali organi decisionali della BCE sono il Consiglio direttivo, il Comitato Esecutivo e il Consiglio Generale:

- Il *Consiglio Direttivo* è il principale organo decisionale della BCE: su di esso ricade la responsabilità di esprimere la politica monetaria per l'Eurozona². È composto dal Presidente e dal vicepresidente della BCE, da quattro membri del Comitato Esecutivo e dai Governatori delle 19 Banche Centrali Nazionali dei paesi dell'area Euro;
- Il *Comitato Esecutivo* è composto da sei membri nominati dal Consiglio Europeo. Presidente e vicepresidente della BCE e da altri 4 membri. È l'organo che implementa le operazioni finanziarie quotidiane, la gestione della BCE e dell'Eurosistema. Dopo aver ricevuto indicazioni dal Consiglio Direttivo riguardo le politiche da implementare dà istruzioni alle banche centrali nazionali.

¹ Il problema del free rider (*free-rider problem*) si verifica quando un individuo beneficia di risorse, beni, servizi, informazioni, senza contribuire al pagamento degli stessi, di cui si fa carico il resto della collettività.

² L'Eurozona indica l'insieme degli stati membri dell'Unione europea che adottano l'euro come valuta ufficiale.

- Il *Consiglio Generale* composto da Presidente e vicepresidente della BCE è composto dall'insieme dei governatori delle banche centrali nazionali dei 27 stati membri dell'UE. (in base allo Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC)³ e della BCE, il Consiglio generale è un organo transitorio che verrà sciolto quando tutti gli stati membri della UE adotteranno la moneta unica europea).

Questo significa che essa ha il potere di stabilire i costi, il volume e la velocità di circolazione del denaro, determinando in primis il costo, ovvero i tassi di interesse. La BCE è quindi detentrici, in maniera esclusiva, del diritto di autorizzare l'emissione di banconote nel contesto dell'Eurozona, per la quale mette in atto una mirata politica monetaria finalizzata non solo a mantenere i prezzi stabili, ma anche a garantire che il complesso sistema dei pagamenti proceda e funzioni nel modo adeguato. In particolare, inoltre, verifica che i mercati finanziari di ogni Stato siano sotto il giusto controllo delle autorità del Paese di riferimento.

Oltre a ciò, la Banca Centrale Europea gestisce la politica del cambio con Paesi terzi ed amministra le riserve valutarie dei vari Stati appartenenti all'Unione Europea. (A partire dal 4 novembre 2014, ovvero dalla creazione della cosiddetta Unione Bancaria, la Banca Centrale Europea è divenuta il riferimento anche della vigilanza su tutte le banche della *Euro Zone*, sulle quali opera un'azione di supervisione).

Oggi l'area valutaria controllata dalla BCE si è notevolmente espansa. L'istituto di Francoforte persegue ad oggi una singola politica monetaria per i 19 paesi che, da Maastricht in poi hanno adottato l'euro.

Le funzioni fondamentali⁴ della BCE sono:

- *la definizione e l'attuazione della politica monetaria unica per l'area Euro*
- *lo svolgimento delle operazioni su cambi*
- *la custodia e gestione delle riserve ufficiali di valuta estera degli stati membri*
- *la promozione e gestione del sistema di pagamenti*

Ciò che l'art. 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) definisce è che *“l'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi”*. Il *Trattato sul funzionamento dell'Unione europea* (TFUE) e il *Trattato sull'Unione europea* (TUE) stabiliscono una lineare gerarchia di obiettivi per l'Eurosistema, rimarcando l'importanza della stabilità dei prezzi nel raggiungere un elevato livello di occupazione ed un generale contesto economico favorevole. Mantenere stabile il livello dei prezzi equivale a mantenere inalterato il potere d'acquisto dell'euro ovvero

³ Il SEBC è formato da tutte le banche centrali nazionali (BCN) dei paesi facenti parte dell'Unione Europea. Ad esso si affianca l'Eurosistema, organo che comprende le sole BCN aventi come moneta l'euro. Il SEBC ha il compito di promuovere la cooperazione monetaria e finanziaria tra i 27 stati membri dell'UE.

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>

un aumento sui dodici mesi dell'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) per l'Eurozona inferiore al 2%⁵.

1.1.2 Federal Reserve System (Fed)

A seguito delle frequenti crisi bancarie che colpirono gli Stati americani tra il XIX e il XX secolo si rese necessaria la costituzione del *National Monetary Commission*, che aveva il compito di analizzare il sistema monetario e finanziario americano ed in secondo luogo il funzionamento delle banche centrali dislocate all'interno degli Stati Uniti. Lo studio portò alla proposta di creare un'istituzione che avesse il compito di anticipare e limitare il verificarsi di crisi finanziarie. Questa idea divenne la base del *Federal Reserve Act* del 1913 su richiesta del nuovo presidente Woodrow Wilson, giunto alla Casa Bianca con la vittoria del Partito Democratico nel 1912. Il 23 dicembre 1913 il Congresso degli Stati Uniti approvò l'istituzione della *Federal Reserve*. Per evitare il rischio di concentrazione di potere nelle mani di una singola istituzione, il Congresso determinò una soluzione legislativa di compromesso che diede vita ad una struttura composta in modo da poter rispondere a tutti gli stati pur mantenendo una configurazione federale: il *Federal Reserve System*. Quest'ultimo fu articolato in 15 banche regionali e la Banca Centrale, con sede a Washington, fu posta sotto l'autorità e la vigilanza del Congresso.

La Fed oggi è considerata una banca centrale privata e indipendente dal governo degli Stati Uniti, in quanto le sue decisioni non vengono ratificate da alcun altro organo, il fatto stesso che banche private siano proprietarie della Fed non implica che queste abbiano un controllo su di essa.

Il Federal Reserve System è formato da:

- *Federal Reserve Board of Governors* (FRB), un'agenzia governativa centrale con sede a Washington che ha la responsabilità di controllare e supervisionare le banche affiliate. È composto da 7 governatori nominati dal Presidente degli Stati Uniti e da 12 *Federal Reserve Bank* regionali.
- *Federal Open Market Committee* (FOMC), comprende 12 membri:
 - Il presidente della Fed di New York
 - Sette membri del *Federal Reserve Board of Governors*
 - I presidenti di quattro *regional Federal Reserves*

Il FOMC si riunisce per decidere i tassi d'interesse e la politica monetaria da attuare decidendo in base alle analisi e previsioni dello staff del FRB.

Il Congresso degli Stati Uniti ha stabilito 3 obiettivi chiave per la politica monetaria della Fed, che consistono nel massimizzare l'occupazione, controllare l'inflazione ed i tassi d'interesse a lungo termine.

⁵ "Bollettino mensile della BCE" (Gennaio, 1999)

Con il passare del tempo questi obiettivi si sono ampliati in quattro diverse macro-aree⁶:

- Conduzione della politica monetaria attraverso il regolamento delle condizioni monetarie e creditizie per il perseguimento della piena occupazione e la stabilità dei prezzi.
- Vigilanza e regolamentazione delle banche e di altre importanti istituzioni finanziarie per garantire la sicurezza e la solidità del sistema bancario/finanziario e per tutelare i diritti di credito dei consumatori.
- Mantenere la stabilità del sistema finanziario e contenere il rischio sistemico che potrebbe originarsi dai mercati finanziari.
- Fornitura di determinati servizi finanziari al Governo degli Stati Uniti, alle istituzioni finanziarie americane e alle istituzioni ufficiali estere. Rivestire un ruolo importante nella gestione e vigilanza dei sistemi di pagamento del Paese.

In particolare la Fed vuol garantire una quantità di riserve in grado di permettere l'espansione della moneta e del credito mantenendo la stabilità dei prezzi ed una crescita sostenibile dell'attività economica. A tal fine gli strumenti utilizzati sono la determinazione del fabbisogno monetario e la definizione del tasso di sconto definiti dal *Board of Governors* assieme alle singole banche federali oltre alla realizzazione di operazioni di mercato aperto ottenute grazie all'operato del FOMC. Così facendo la Fed ha la possibilità di influenzare domanda ed offerta di attività controllate dagli istituti di Deposito presso le Banche Federali degli stati, in modo da influenzare il *Federal Funds Rate*⁷. Per ciò che concerne l'attività di vigilanza e controllo, la Fed ha il compito di assicurare la solidità e la stabilità dei mercati finanziari oltre a verificare il corretto comportamento adottato dai consumatori nelle transazioni economiche.

1.2 Le cause della crisi

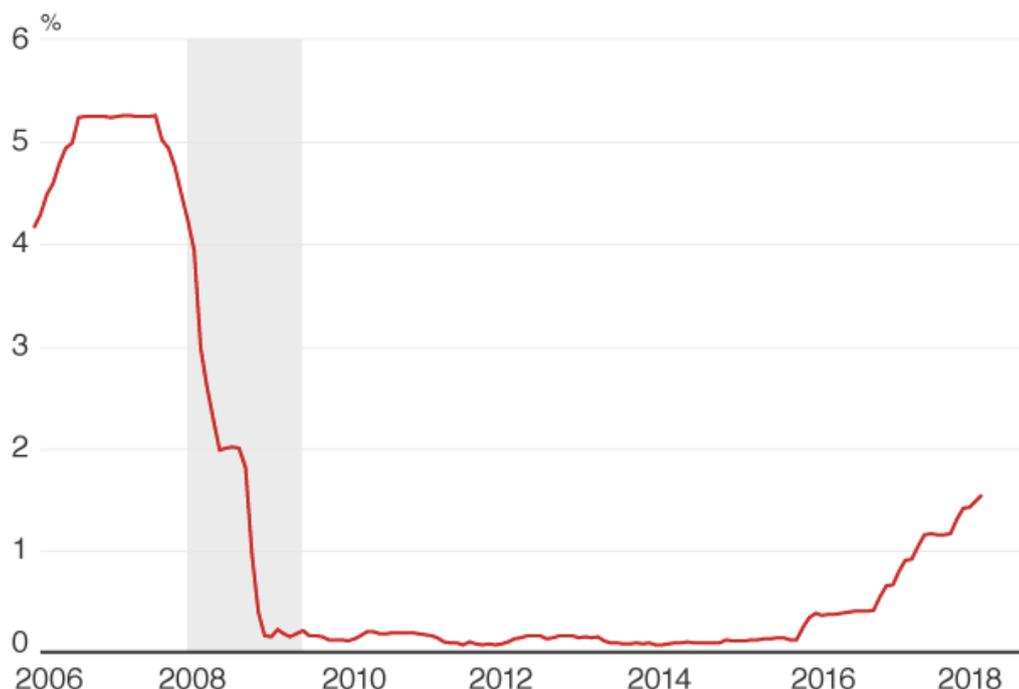
Prima di avviarcì verso l'analisi delle cause scatenanti la crisi finanziaria del 2008, andremo a presentare un quadro generale dei meccanismi e delle dinamiche alla base della stessa.

Il nuovo secolo fu caratterizzato da alcuni fenomeni macroeconomici senza precedenti. In primo luogo, fin dagli anni Novanta, si è potuto assistere ad una generalizzata riduzione dei tassi d'interesse a lungo termine, sviluppo della produzione e dei mercati finanziari e abbondante liquidità.

⁶ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/poteri-fed-177.htm>

⁷ Il *federal funds rate* è il tasso – solitamente *overnight* – al quale le aziende di credito si scambiano le riserve in eccesso detenute presso la Federal Reserve. Variare questo tasso significa influenzare il livello dei tassi a breve e lungo termine, del tasso di cambio ed alcune variabili dell'occupazione e dei prezzi di beni e servizi.

Figura n°1: Federal Funds Rate 2006-2018



Fonte: Federal Reserve

Questo periodo antecedente il fallimento della *Lehman Brothers*, ovvero la lunga fase espansiva iniziata verso la fine del XX secolo, è stato definito da molti studiosi come il periodo della *Great Moderation* (Ben Bernanke, 2004⁸), periodo caratterizzato da condizioni macroeconomiche apparentemente rosee e favorevoli, con una regolare inflazione, *Federal funds rates* a livelli superiori al 5% (Figura n°1), copiosa liquidità e generosi rendimenti nel settore finanziario. In secondo luogo durante questo periodo apparentemente tranquillo si nascondevano però dei disequilibri finanziari globali, come i c.d. *global imbalances*, come la crescita del disavanzo statunitense a fronte di un forte aumento dell'avanzo cinese e inoltre la presenza e l'intensificarsi di bolle speculative con epicentro Stati Uniti.

Dal 2003 in poi, il mercato immobiliare vide sempre più individui spingersi verso una corsa all'acquisto della casa, considerata bene di prima necessità per chi ne era privo e come un investimento sicuro per coloro che volevano realizzare un buon investimento del proprio denaro. La corsa al mattone fu resa possibile da diversi fattori quale ad esempio gli incentivi da parte del governo per l'acquisto della prima casa. Bassissimi tassi di interesse, fissati per diversi anni dalla banca centrale statunitense, resero possibile il proliferare di mutui concessi con estrema facilità (Figura n°2) a soggetti ad elevato rischio di insolvenza, c.d. *mutui*

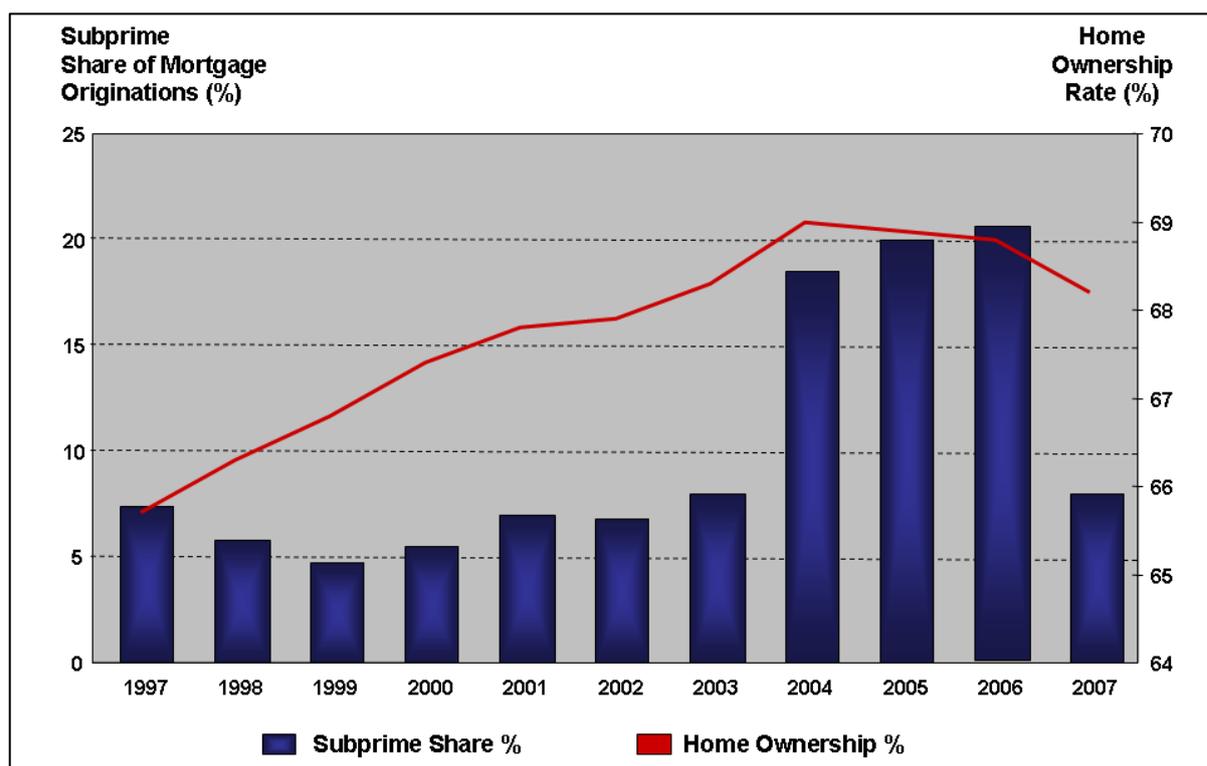
⁸ Per Grande Moderazione (*Great Moderation*) si intende la crescita stabile e sostenuta dell'economia e degli scambi su scala mondiale, soprattutto nei cosiddetti "paesi emergenti" (non più, quindi, "in via di sviluppo"), bassa inflazione, stabilità valutaria.

subprime. La decisione della *Federal Reserve* di diminuire i tassi fu attuata a partire dal 2001 come risposta alla crisi della *Bolla Dot.com*⁹ e soprattutto dopo il crollo delle Torri Gemelle.

Questi mutui, garantiti da un'ipoteca sulla casa che veniva acquistata, prevedevano di regola un pagamento a tasso fisso per due o tre anni crescendo poi nelle rate dei decenni successivi. L'euforia della corsa all'acquisto di immobili, con il conseguente aumento del valore delle case, sembrava in grado di cancellare ogni preoccupazione visto che, nella peggiore delle ipotesi, i mutuatari ritenevano di poter mettere in vendita il proprio immobile e ricavarne ancora dei vantaggi economici o decidendo di comprarne di nuovi come forma sicura di investimento.

Il risultato fu un indebitamento vertiginoso degli investitori che, nella maggior parte dei casi, risultarono essere semplici famiglie. Anche le banche e gli istituti finanziari non ritenevano di correre grandi pericoli concedendo tali prestiti visto che, in ultima istanza, avrebbero potuto entrare in possesso delle case degli insolventi rivendendole addirittura ad un prezzo superiore, ma soprattutto perché avevano trovato il modo di «scaricare» sul mercato, attraverso strani giochi finanziari, i rischiosi *mutui subprime*.

Figura m°2: Aumento della concessione di mutui subprime



Fonte: U.S. Census Bureau Harvard University – *State of the Nation's Housing Report 2008*

⁹ A metà degli anni '90, una bolla speculativa legata alla scoperta delle nuove tecnologie informatiche ha generato la crisi del Dotcom.

Il fenomeno con il quale questi mutui venivano rilasciati sul mercato era noto come *securitization* o *cartolarizzazione*, che permise di trasformare i prestiti immobiliari delle banche in titoli cartacei e di «impacchettare» in forme sempre più articolate vari titoli. Banche e istituti finanziari potevano liberarsi del rischio legato ai mutui rivendendoli quanto prima ad altri investitori privati o istituzionali, alle c.d. *special purpose vehicle* (SPV), rientrando in possesso di una liquidità tale da permettere l'emissione di ulteriori mutui che venivano dunque concessi con estrema facilità. La cartolarizzazione consentiva quindi agli intermediari bancari di liberarsi dal rischio di insolvenza dei mutuatari e di valutare in maniera più sommaria a chi fare credito. Tramite questo procedimento era possibile confezionare a costi ridotti questi pacchetti e quantificare il rischio di insolvenza dei prestiti sottostanti ad un titolo di debito standardizzato, il c.d. *Mortgage-Backed Security* (MBS), permettendo alle banche di passare da un business model *Originate to Hold* (OTH) ad uno *Originate to Distribute* (OTD), basato sull'elargizione ed immediata cessione dei prestiti invece del loro mantenimento in bilancio. I più conosciuti furono denominati *Collateralized Debt Obligations* (CDO), derivanti dalla separazione dei flussi di pagamento delle attività al loro interno, in un certo numero di livelli detti *bucket* o *tranche*.

Questi prodotti causarono l'espansione delle attività delle istituzioni finanziarie in rapporto al proprio capitale, aumentando la leva finanziaria e generando il c.d. *leverage*, ovvero l'effetto ottenuto dall'aumento o dalla diminuzione del *Return on Equity* (ROE)¹⁰ al variare del rapporto d'indebitamento. Il leverage di molte istituzioni finanziarie nel periodo precedente la crisi aveva raggiunto valori 30 volte superiori al capitale proprio, generando profitti estremamente elevati e copiosi utili.

Le ragioni del boom immobiliare risultano ancora più chiare se, a quanto detto, aggiungiamo anche l'interesse delle agenzie di rating a sovrastimare i titoli cartolarizzati, peraltro oggettivamente assai difficili da valutare, ma anche il fatto che esistessero bonus milionari di cui potevano beneficiare i mediatori finanziari, desiderosi di spingersi sempre oltre. Teniamo in considerazione anche il senso di sicurezza di istituti finanziari «*too big to fail*» che li rendeva certi di poter attingere, in casi di estrema necessità, alle risorse della Fed e del governo oltre al fatto che, l'enorme massa di denaro liquido dei paesi stranieri fiduciosi nella locomotiva Usa, acquistavano una gran massa di prodotti cartolarizzati.

In un contesto del genere il mercato immobiliare conobbe per alcuni anni una straordinaria espansione. Con la cartolarizzazione fu quindi possibile tramutare un'attività finanziaria indivisa, come ad esempio un credito, in un'attività divisa e vendibile, ossia in titoli¹¹. Banche e istituti finanziari potevano liberarsi del rischio legato ai mutui rivendendoli quanto prima ad altri investitori privati o istituzionali e rientrando in possesso di una liquidità tale da permettere l'emissione di ulteriori mutui che venivano dunque concessi con crescente larghezza. Si originava così il problema *principal-agent*, dove gli *originator* dei mutui assumevano il ruolo di *agent* per gli investitori (i *principal*) senza effettivamente curarsi dei loro interessi.

¹⁰ Indice economico sulla redditività del capitale proprio, utilizzato per verificare quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci

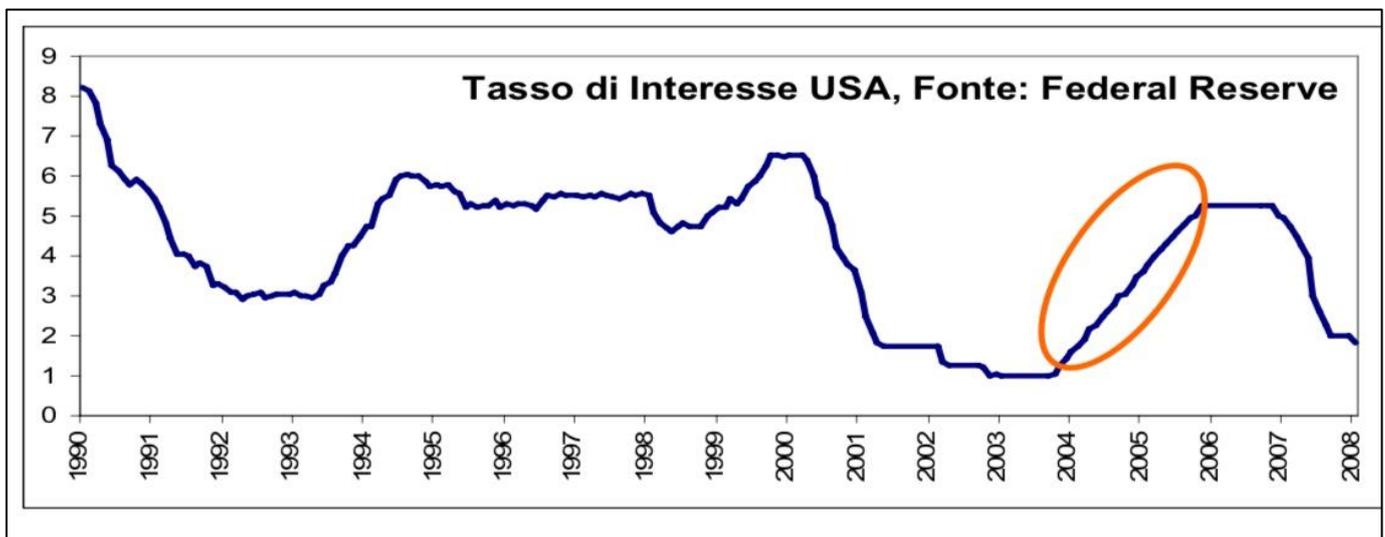
¹¹ <https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/C/Cartolarizzazioni.shtml?uuid=3ea06d4c-5803-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

1.3 La Grande Recessione del 2008: cambiamenti nell'economia

La situazione fino ad ora delineata aveva permesso a coloro che non avrebbero mai sperato di possedere una casa, di esaudire i propri desideri potendo permettersene una. Il tutto grazie ad un complicato meccanismo in grado di distribuire così bene i rischi di credito da renderli praticamente nulli.

Come detto in precedenza la Fed dal 2000 aveva attuato una politica volta a diminuire i tassi d'interesse per facilitare l'aumento degli investimenti, rivelatisi essenziali dopo la bolla di internet di fine anni Novanta. I bassi tassi d'interesse nel mercato statunitense però, fecero sì che i titoli cartolarizzati venissero comprati e sottoscritti da investitori di tutto il globo, traducendo di lì a poco una crisi limitata al territorio statunitense in una crisi globale.

Figura n°3: Tasso d'interesse USA



Fonte: Federal Reserve

Quando nel 2004 la Fed iniziò a rialzare i tassi fiduciosa della ripresa dell'economia statunitense, i mutui si rivelarono sempre più costosi e di conseguenza le rate più onerose anche da ripagare. Il tasso d'insolvenza degli stessi aumentò vertiginosamente, la richiesta di prestiti per "comprare la casa" si ridusse e la crescita del prezzo degli immobili si bloccò, precipitando in maniera accentuata e causando lo scoppio della bolla del mercato immobiliare.

La «Grande Crisi» si diffuse rapidamente in gran parte del pianeta coinvolgendo anche l'Europa e le economie di molti dei suoi Stati membri. La data che ne costituisce il simbolo è il 15 settembre 2008. In quel giorno la *Lehman Brothers*, una delle più importanti banche di investimento americane, che aveva interessi e filiali in tutto il mondo, dichiarò il fallimento avviando una crisi che ben presto divenne mondiale e che l'economista Nouriel Roubini ribattezzò come la «*Grande Recessione*». In realtà, all'epoca della bancarotta della *Lehman Brothers*, la crisi aveva già preso campo da oltre un anno, ovvero da quando era esplosa una

gigantesca *bolla speculativa* che aveva causato la contrazione di un mercato che per qualche tempo aveva promesso guadagni facili e sicuri, scatenando una spericolata «febbre speculativa». I mutuatari si ritrovarono quindi a dover ripagare le rate dei propri debiti e con immobili ormai svalutati e deprezzati giungendo dunque all'interruzione del flusso di pagamenti sul quale si basava il processo di cartolarizzazione. Ebbe così inizio una vera e propria catena di pignoramenti che ebbe come risultato il fatto di rimettere in circolazione beni di ben poco valore e difficilmente ricollocabili su un mercato immobiliare che finì per far crollare il valore dei titoli cartolarizzati. Questo fu dovuto anche al fatto che le agenzie di rating dal 2007 iniziarono a declassare il merito di credito dei titoli stessi, rendendoli di valore mediocre se non nullo (*downgrading*). Il tutto ovviamente rimbalzò sulle banche e sugli istituti finanziari che negli Stati Uniti e in tutto il mondo li avevano acquistati in gran quantità oltre che su moltissimi investitori privati che si erano giocati i risparmi di una vita.

Fu così che il panico si impadronì dei mercati, amplificato dal fatto che nessuno era ormai più in grado di capire – data la complessità dei prodotti finanziari cartolarizzati – il valore reale dei titoli e, con esso, le misure reali dell'esposizione di banche e istituzioni finanziarie.

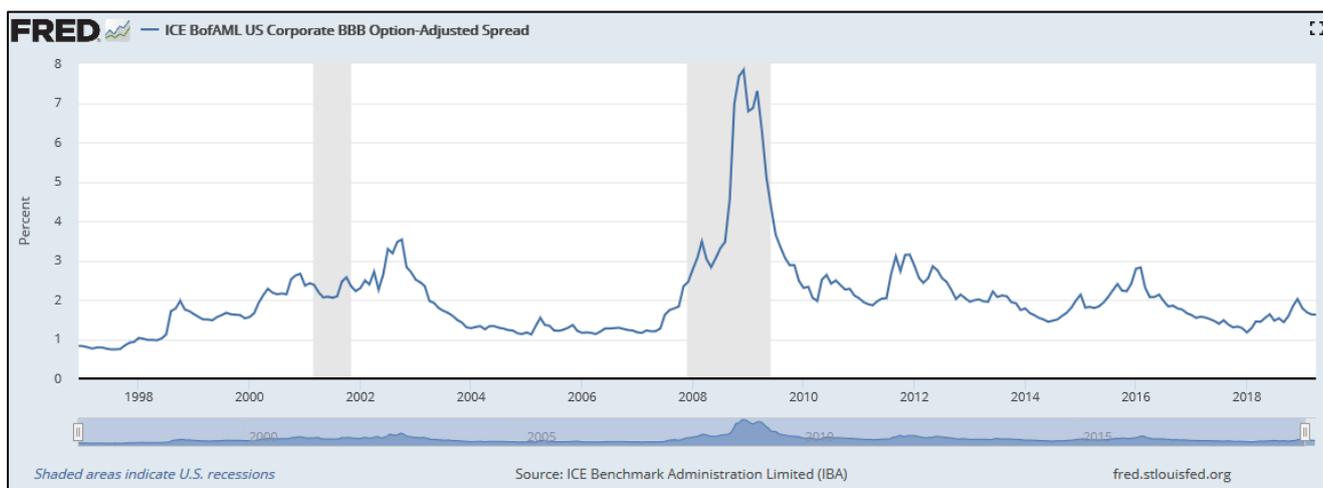
1.4 Dalla crisi finanziaria alla crisi del debito sovrano europeo

La Grande Recessione, pur essendosi originata negli Stati Uniti, si propagò ben presto in Europa a causa della forte globalizzazione dei mercati finanziari. Come precedentemente illustrato, agenzie di rating come *Standard and Poor's* e *Fitch*, attuarono un declassamento degli MBS e dei CDO per un valore di circa 10 miliardi di dollari causando il blocco del mercato degli *Asset-Backed Commercial Paper* (ABCP).

Nonostante le forti iniezioni di liquidità da parte di Fed e BCE nel sistema, le banche e gli intermediari creditizi cercarono in ogni modo di portare liquidità nelle loro casse e si rivelarono ostiche nel prestarsi denaro a vicenda. In quegli anni oltre al crollo di Lehman Brothers, si è assistito al processo di acquisizione di importanti banche come *Bear Stearns*, una delle più importanti banche d'investimento statunitensi che aveva investito in titoli legati a mutui *subprime*, rendendo necessaria la sua acquisizione da parte di *J.P. Morgan* per circa il 7% del suo valore all'anno precedente, o *Merrill Lynch* acquisita da *Bank of America* nel settembre del 2008. Le perdite che risultarono da questi fallimenti deteriorarono i bilanci delle banche di tutto il mondo, facendo al contempo aumentare la sfiducia e il timore tra gli operatori finanziari e tra i depositanti accrescendo la crisi ormai dilagata dentro e fuori le istituzioni finanziarie.

I differenziali di rendimento o c.d. *spread* raggiunsero i loro picchi record e le quotazioni azionarie registrarono un netto calo.

Figura n°4: *Andamento dello Spread dei titoli Corporate BBB USA*



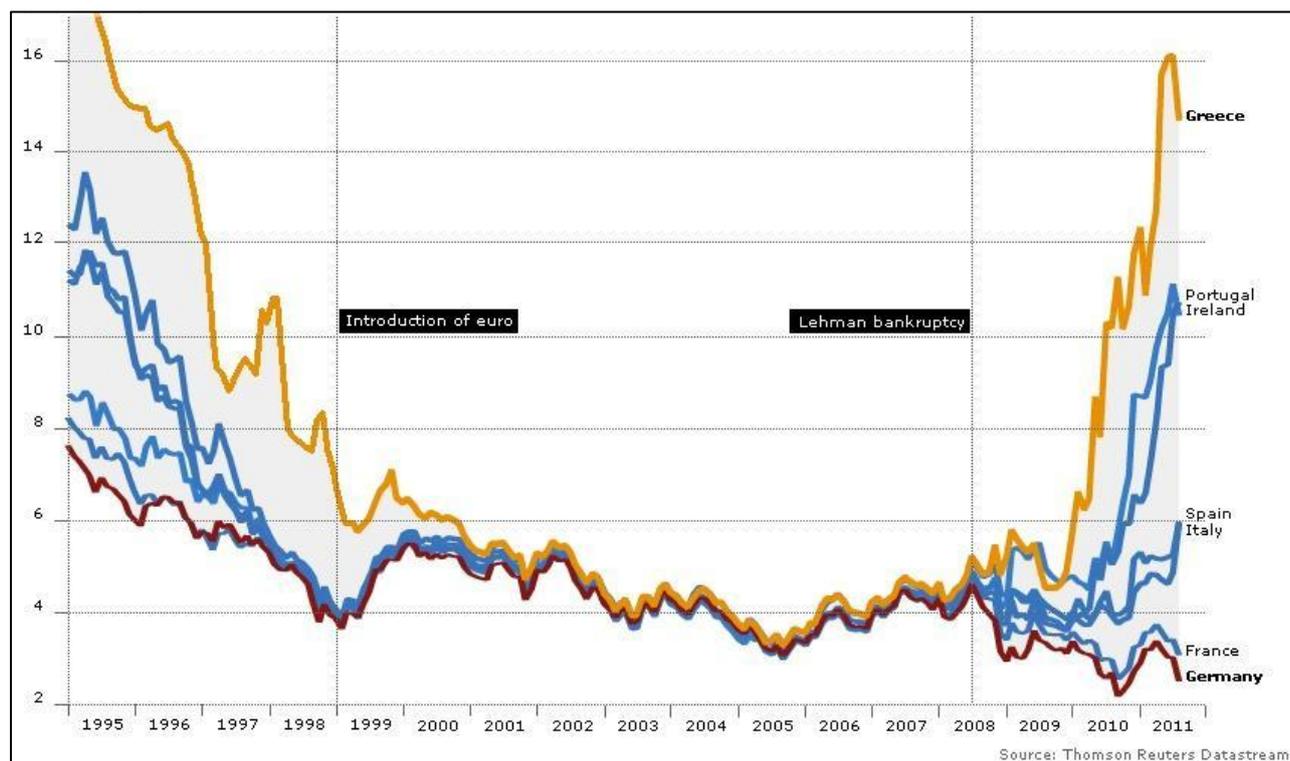
Fonte: fred.stlouisfed.org

Come possiamo vedere dal grafico sovrastante, è facile intuire la portata dell'aumento degli *spread* creditizi fra le obbligazioni societarie con rating BBB e le obbligazioni del tesoro statunitense, che arrivarono a superare i 550 *basis point*¹² (5,5 punti percentuali).

Le problematiche non si limitarono solamente ai confini statunitensi, la crisi finanziaria si tradusse in una forte recessione globale, minacciando la stabilità dell'intero continente europeo. Prima della crisi i paesi dell'Eurozona avevano visto i propri tassi d'interesse convergere verso un livello estremamente basso, ma con l'avvio della stessa si ridussero le entrate fiscali di questi stati e subirono una contrazione notevole dell'attività economica. Tutto questo si tramutò ben presto in incremento del disavanzo di bilancio e conseguente rischio per i paesi più deboli di non essere in grado di fronteggiare le proprie perdite, rischio che portò all'aumento dei tassi d'interesse e così ad un vortice negativo difficilmente controllabile.

¹² Il *basis point* (letteralmente punto base in italiano) è lo 0,01% di una quantità, in altre parole la centesima parte di un punto percentuale. 100 *basis points* equivalgono ad un 1%.

Figura n°5: Schema dei tassi d'interesse a 10 anni sui titoli governativi dei paesi europei



Fonte: Francesco Daveri “Come finirà la saga dei debiti sovrani”, *Il Fatto Quotidiano*, 14 settembre 2011
<https://www.ilfattoquotidiano.it/2011/09/14/come-finira-la-saga-dei-debiti-sovrani/157324/>

Come è possibile vedere dal grafico lo stato che più ne ha risentito in Europa è stata la Grecia, il forte aumento del livello dei tassi d'interesse iniziato nel 2010, la forte contrazione dell'economia e in aggiunta l'aumento della domanda di spesa pubblica causarono un disavanzo del bilancio del governo greco pari al 6% del PIL ed un rapporto tra debito e PIL pari quasi a 100%. I tassi continuarono in ogni modo a salire, aumentando il debito pubblico greco e facendo arrivare il rapporto precedentemente detto a superare addirittura il 160% del prodotto interno lordo. La crisi del debito sovrano colpì ben presto anche Irlanda, Portogallo, Spagna ed infine anche l'Italia, dove i rendimenti dei buoni del tesoro poliennali a 10 anni raggiunsero livelli superiori al 6% ed uno *spread* rispetto ai *Bund* tedeschi superiore a 500 basis points. A Maggio del 2010 la Grecia ricevette i primi aiuti internazionali, poco dopo nello stesso anno anche Irlanda e più tardi Portogallo ne fecero richiesta.

CAPITOLO II – LE POLITICHE MONETARIE

2.1 Obiettivi e strumenti: la politica monetaria convenzionale

Prima di analizzare il set di strumenti di politica monetaria a disposizione della Banca Centrale Europea, è necessario soffermarsi sugli obiettivi macroeconomici perseguiti dalla stessa, così da comprendere meglio le iniziative messe in atto per fronteggiare la crisi. Più in generale la politica monetaria è il complesso di strumenti e misure che possono essere utilizzati dalle Banche Centrali per modificare sia la quantità di moneta in circolazione che il prezzo della stessa all'interno del sistema economico e finanziario. Per apportare modifiche sulle variabili appena citate, le Banche Centrali agiscono sul tasso d'interesse e tramite quest'ultimo possono avere un maggiore controllo sulla crescita o decrescita del PIL o del tasso d'inflazione dei paesi dell'Eurozona. Il tasso d'interesse è infatti in generale il costo della moneta, ottenibile dalle interazioni tra la curva della domanda di moneta da parte di famiglie ed imprese e tra la curva di offerta di denaro che viene stabilita dalla Banca Centrale. Incrementando o decrementando la base monetaria quindi quest'ultima può aggiustare la quantità di moneta in circolazione e così anche il tasso d'interesse reale ed il costo del capitale. Come precedentemente specificato, in Europa in ambito monetario il potere è attribuito quasi unicamente alla BCE e al SEBC. Le due istituzioni hanno il compito fondamentale di mantenere stabile il livello dei prezzi tramite l'attuazione della politica monetaria, in tutti gli Stati Membri dell'UE, per garantire di conseguenza un cospicuo tasso di occupazione e al contempo un contesto economico favorevole. Le decisioni riguardanti le modalità di attuazione della politica monetaria da parte delle autorità, sono quindi fortemente legate alle finalità e obiettivi che le stesse vogliono raggiungere, obiettivi che si è soliti definire di tre diversi tipi: finali, intermedi ed operativi.

Gli obiettivi *finali* comprendono variabili fondamentali come il tasso d'inflazione, dal quale deriva in buona parte il benessere della collettività. Gli obiettivi c.d. *intermedi* sono variabili riguardanti il mercato monetario come i tassi d'interesse, dal quale è possibile osservare ed analizzare l'avanzamento del meccanismo di trasmissione e così la validità della politica attuata. Gli obiettivi *operativi* invece sono variabili che le banche centrali possono controllare quotidianamente e che le stesse possono utilizzare per definire le politiche monetarie, ovvero le modalità tramite le quali una banca centrale è in grado di agire all'interno dei mercati finanziari.

2.2 Il tasso d'inflazione

Specificare l'obiettivo quantitativo, da intendersi nel medio-lungo periodo, di un tasso d'inflazione prossimo al 2% equivale ad indicizzare l'aspettativa degli agenti economici, contribuendo a rendere più semplice ed intuibile il confronto tra la politica dichiarata e quella effettivamente attuata, e allo stesso tempo a consolidare la limpidezza e l'attendibilità dell'operato della Banca Centrale Europea. Per rendere tutto

questo possibile, il livello d'inflazione che viene preso come target oscilla in un ventaglio che va dall'1.7% all'1.9%, evitando il superamento del 2%. Questo obiettivo è stato fissato poiché il tasso d'inflazione è direttamente correlato ai disequilibri tra domanda ed offerta aggregata nel mercato di servizi e beni¹³. È importante quindi ricordare che in base alla teoria della *dicotomia classica*, nel lungo termine, le variabili reali sono separate e quindi non dipendono da quelle nominali. Questa irrilevanza della moneta per le variabili reali viene denominata nel lungo periodo *neutralità della moneta*. La Banca Centrale Europea non ha la possibilità di intervenire sull'offerta, dipendente solamente da variabili di tipo reale come i prezzi relativi o la quantità, bensì solamente sulla domanda aggregata, ovvero sulla curva risultante dalla relazione tra la quantità di beni e servizi domandata ed il livello generale dei prezzi, agendo sul quest'ultimo ma non sull'occupazione o sul reddito reale¹⁴. Il tasso d'inflazione è alla base dell'intera politica della BCE considerando i c.d. *costi sociali* strettamente collegati alle fluttuazioni, attese o inattese, del tasso stesso. I costi che derivano dall'inflazione attesa sono il costo delle suole, i costi di listino, la scomodità dei cambiamenti continui dei prezzi ed infine le distorsioni dell'imposizione fiscale, il c.d. *fiscal drag*¹⁵. Per quanto riguarda invece l'inflazione di carattere inatteso, redistribuisce la ricchezza degli individui, favorendo debitori o creditori nel caso in cui l'inflazione sia rispettivamente più alta di quella attesa o più bassa di quest'ultima.

Le Banche Centrali quindi, per perseguire il loro obiettivo, agiscono direttamente sul tasso d'interesse sulla parte a breve della curva dei rendimenti, adottando due differenti strategie: *monetary targeting* o *inflation targeting*¹⁶. Queste due strategie si differenziano per il fatto che la prima permette alla Banca Centrale di mantenere sotto controllo l'inflazione comunicando al mercato quale è il tasso di crescita di riferimento dell'aggregato monetario, monitorando quello reale ed intervenendo nel caso in cui questo si discosti da quello di riferimento. Il modello *inflation targeting* invece consiste nell'individuare un tasso d'inflazione obiettivo per un certo periodo, di modo che la banca centrale possa intervenire nel caso in cui vi sia un discostamento del tasso d'inflazione reale da quello prefissato. Le due strategie possono essere utilizzate in maniera alternata oppure in concomitanza. È quest'ultimo il caso della BCE che ha adottato un modello di *flexible inflation targeting* definendo il target riguardante l'inflazione specificato in precedenza ed uno riguardante la crescita di un aggregato monetario ampio (M3)¹⁷, con un valore del 4,5%.

L'assunto di base è, come spiegato in precedenza, che l'inflazione e quindi l'aumento generalizzato dei prezzi, nel lungo periodo, incida sulla domanda di moneta. Aumentando la base monetaria ad un ritmo corrispondente alla crescita economica, è possibile ottenere un sostanziale controllo del livello dei prezzi. La

¹³ Banca Centrale Europea "La stabilità dei prezzi: Perché è importante per te" (Francoforte sul Meno, 2009)

¹⁴ N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor – "Macroeconomia – Sesta edizione italiana" Zanichelli.

¹⁵ Prelievo fiscale crescente in conseguenza dell'accresciuto valore nominale della base imponibile determinato dall'inflazione, e quindi dell'aumento delle aliquote d'imposta in presenza di fasce di reddito predeterminate che, pertanto, sono periodicamente modificate.

¹⁶ <https://www.ekonomia.it/2020/02/10/monetary-targeting-e-inflation-targeting/>

¹⁷ M3 comprende la base monetaria (M0), la liquidità primaria (M1), la liquidità secondaria (M2) più tutte le altre attività finanziarie che come la moneta possono fungere da riserva di valore, fundamentalmente sono le obbligazioni ed i titoli di stato con scadenza a breve termine.

teoria che spiega questo meccanismo è la *teoria quantitativa della moneta*¹⁸, basata sull'ipotesi che gli individui detengano moneta con l'intento di comprare beni e servizi, poter acquistare maggiori quantità di quest'ultimi implica maggiore quantità di moneta detenuta. La quantità di moneta è fortemente legata alle somme scambiate durante le transazioni¹⁹, collegamento spiegato dalla seguente equazione, la c.d. *equazione dello scambio*:

Moneta x Velocità = Prezzo x Produzione aggregata

$$M \times V = P \times Y$$

Il primo membro (M) è la quantità di moneta, la variabile (V) è la velocità di circolazione della moneta rispetto alle transazioni ed infine la seconda parte della formula, formata dalla moltiplicazione tra prezzo unitario (P) e produzione aggregata (Y), è il PIL nominale. È giusto ricordare che la teoria quantitativa della moneta è una rappresentazione ipotetica e così come molte altre ipotesi adottate dalla teoria economica, la velocità di circolazione della moneta (V) viene presupposta come costante, per approssimare un buon numero di situazioni e per semplificare al meglio la realtà.

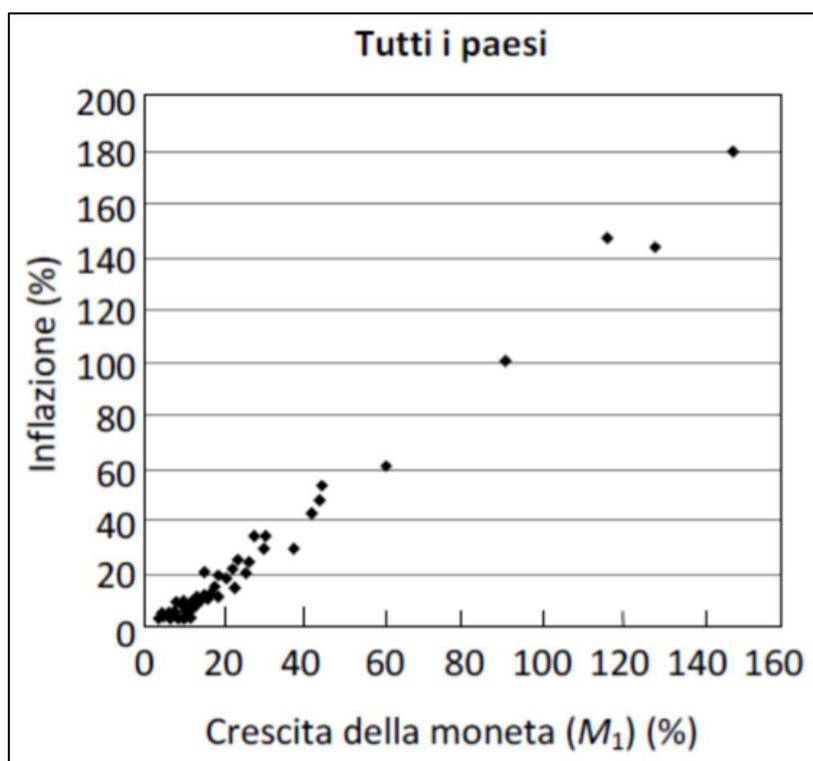
$$\Delta\%M + \Delta\%V = \Delta\%P + \Delta\%Y$$

Ipotizzando quindi la velocità di circolazione della moneta come costante ($\Delta\%V = 0$), la variazione percentuale della produzione aggregata ($\Delta\%Y$) come data poiché dipendente da fattori esogeni e non rilevanti alla nostra analisi e indicando con $\Delta\%P$ il tasso d'inflazione, è possibile comprendere tramite questa teoria che una variazione da parte della Banca Centrale dell'offerta di moneta ($\Delta\%M$) si traduce in una variazione del tasso d'inflazione. La teoria quantitativa della moneta spiega quindi la forte correlazione tra crescita monetaria ed inflazione, e che la banca centrale, agendo sull'offerta di moneta, ha il controllo del tasso d'inflazione.

¹⁸ Affonda le proprie radici nel lavoro dei primi teorici della moneta tra cui David Hume (1711-1776). La teoria ancora oggi è uno degli strumenti più validi ed efficaci per analizzare l'influenza della moneta all'interno del sistema economico.

¹⁹ Per meglio analizzare il ruolo della moneta all'interno del sistema economico gli economisti solitamente ricorrono ad una formula leggermente modificata. Essendo il numero delle transazioni estremamente difficile da misurare, la variabile transazioni (T) viene sostituita dalla produzione aggregata (Y), poiché quanto più è alto il livello della produzione tanto è maggiore il numero di transazioni.

Figura n°5: Relazione tra crescita monetaria e inflazione



Fonte: Enrico Marelli e Marcello Signorelli (2015), «Politica economica. Le politiche nel nuovo scenario europeo e globale», Giappichelli editore, Torino.

Nel grafico di dispersione presente nella figura n°5 è possibile vedere ed analizzare la relazione appena descritta tra il tasso d'inflazione (asse delle ordinate) e la crescita della moneta (asse delle ascisse), entrambi in percentuale. Ciascun punto rappresenta un singolo paese. Dunque, come è possibile constatare dalla figura, anche se la teoria quantitativa della moneta è una rappresentazione molto semplificata della realtà, la correlazione positiva tra la crescita dell'inflazione e la crescita della moneta che essa spiega, è facilmente riscontrabile e dimostrabile.

2.3 Gli strumenti convenzionali di politica monetaria

Il Consiglio Direttivo della BCE, il 13 ottobre 1998, ha evidenziato i punti principali del proprio assetto strategico con riguardo alla politica monetaria: 1) definizione quantitativa della stabilità dei prezzi, 2) attribuzione di un ruolo importante alla crescita monetaria identificata da un aggregato monetario e 3) valutazione di ampio respiro delle prospettive di evoluzione dei prezzi²⁰.

La Banca Centrale Europea ha scelto una strategia monetaria basata su due pilastri²¹:

²⁰ «Politica monetaria europea, Note tematiche sull'Unione europea» Parlamento Europeo

²¹ The Monetary Policy of the ECB (2011)

- 1) Il primo, denominato *analisi economica*, analizza le caratteristiche alle quali è possibile riferire la volatilità dei prezzi nel breve e medio periodo, concentrandosi prettamente sulle attività reali e sulla condizione finanziaria generale dell'economia. Si basa sulla valutazione dei fattori determinanti l'oscillazione dei prezzi, tramite l'analisi dello sviluppo della produzione, indicatori di prezzi e costi, prezzi dei beni ed altro.
- 2) Il secondo è denominato *analisi monetaria* ed equivale ad una verifica o raffronto, nel medio-lungo periodo, di ciò che è emerso dallo studio del primo pilastro. Si basa sullo studio della correlazione tra prezzi e moneta, rendendo possibile la stesura di un'analisi dettagliata della crescita e dell'inflazione futura.

Questo approccio c.d. *two pillars* costituisce quindi, per la BCE e per il suo Consiglio Direttivo, la base per una valutazione generica riguardo i rischi inerenti alla volatilità dei prezzi e allo stesso tempo per rendere più snello e veloce il processo di decisioni delle migliori politiche monetarie da attuare. Le banche centrali hanno a loro disposizione un set di misure e di politiche monetarie per rendere possibile il perseguimento dei loro obiettivi. Per ciò che concerne la Banca Centrale Europea questi strumenti vengono aggiornati dal Consiglio Direttivo bimestralmente, in base alla valutazione dei *key interest rates*: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale (MRO - *Main Refinancing Operations*), il tasso di rifinanziamento marginale (MLF – *Marginal Lending Facility rate*) ed il tasso di debito di riserve (DFR – *Deposit Facility Rate*)²² e sono:

- *Operazioni di mercato aperto*
- *Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti*
- *Riserva obbligatoria*

Di seguito saranno evidenziate le caratteristiche principali delle operazioni che la Banca Centrale Europea ha a disposizione per attuare in maniera efficiente la propria politica monetaria ed ottenere così gli effetti aspirati sulla liquidità in circolazione nell'area, sui tassi di interesse e, più in generale, sulle condizioni del mercato monetario.

2.3.1 Operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto o c.d. *Open Market Operarions* (OMO) svolgono un ruolo molto importante per la politica monetaria dell'Eurosistema, avendo le funzioni di immissione e gestione della liquidità nel mercato, controllo dei rischi derivanti da volatilità dei tassi d'interesse e orientamento delle politiche stesse.

²² <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-the-deposit-facility-rate.it.html>

Prima di elencare quali siano le principali Operazioni di mercato aperto, analizziamo quali siano strumenti di politica monetaria utilizzabili dalla Banca Centrale Europea per poterle mettere in atto:

- *Reverse Transactions*: sono operazioni tramite le quali la Banca Centrale Europea acquista o aliena *assets* idonei e con determinati requisiti, tramite un contratto di riacquisto, c.d. *repurchase agreement*. Allo stesso modo può concedere liquidità a banche ed altri intermediari finanziari ottenendo determinati *assets* come copertura.
- *Outright Transactions*: tramite queste operazioni, la Banca Centrale Europea acquista o cede *assets* idonei immediatamente sui mercati.
- *Foreign Exchange Transactions*: sono operazioni che avvengono in contemporanea di contratti forward e di contratti spot in valuta domestica in contropartita di differenti valute, controllando sia il tasso d'interesse che la moneta.
- *Fixed-Term Deposits*: le banche commerciali possono depositare moneta presso le rispettive banche centrali nazionali, ottenendo in contropartita un tasso d'interesse sui suddetti depositi.
- *Debt Certificates*: la Banca Centrale Europea infine può, per rendere più semplice l'aggiustamento della base monetaria nel lungo periodo, emettere certificati di debito.

In generale le *Open Market Operations* (OMOs) consistono in operazioni di acquisto e di vendita di titoli del debito pubblico. La Banca Centrale Europea sancisce regole e procedure per queste operazioni siano attuate in modo corretto. Le operazioni di mercato aperto sono eseguibili tramite *aste standard*, *aste veloci* o *procedure bilaterali*²³. Se la banca vuole innalzare l'offerta di moneta in circolazione può creare nuova moneta a con la stessa acquistare titoli di Stato dal pubblico, permettendo l'innalzamento della quantità di moneta all'interno del sistema economico. Se, al contrario, la Banca Centrale desidera diminuire la quantità di moneta disponibile al pubblico, può vendere titoli e ridurre così l'offerta di moneta in circolazione.

Le operazioni di mercato aperto possono essere attuate in quattro differenti modi²⁴:

a) *Main Refinancing Operations* – **MROs**

Sono le operazioni di maggior rilevanza tra le politiche monetarie attuate dall'Eurosistema. Consistono in operazioni temporanee di finanziamento, attuate dalle Banche Centrali Nazionali con frequenze e scadenze settimanali tramite un'asta standard. Sono operazioni fondamentali per la fornitura di rifinanziamenti al sistema economico e finanziario.

²³Le aste standard sono svolte nell'arco di una giornata dal momento in cui viene annunciato l'inizio fino all'emanazione dei risultati. Tutte le controparti che soddisfano i requisiti di idoneità fissati dal SEBC possono partecipare all'asta. Le aste veloci vengono svolte in brevi lassi di tempo, circa un'ora, con un basso quantitativo di partecipanti. Le procedure bilaterali sono infine transazioni tra SEBC ed una singola controparte o con un basso quantitativo di controparti.

²⁴ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/strumenti-convenzionali/index.html>

b) *Longer-term Refinancing Operations – LTROs*

Operazioni momentanee di prestito attuate mensilmente e con scadenza trimestrale. Attuate sempre dalle Banche Centrali Nazionali per fornire prestiti aggiuntivi e come le precedenti sono effettuate tramite aste standard. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine vengono utilizzate in misura minore rispetto alle altre per evitare di intaccare il tasso d'interesse.

c) *Fine-Tuning Operations – FTOs*

Operazioni attuate senza frequenze stabilite a priori e volte a coordinare l'offerta di moneta all'interno del mercato e ridurre le conseguenze delle oscillazioni impreviste di quest'ultima sui tassi d'interesse. Le c.d. *operazioni di regolazione puntuale* sono effettuate con scadenza, forma e frequenza non definite e sono messe in atto per aumentare o diminuire il livello di liquidità all'interno sistema economico. Sono effettuate sempre dalle Banche Centrali Nazionali tramite aste veloci o procedure bilaterali, in base alla tipologia della transazione e degli obiettivi che tali operazioni sono volte a conseguire.

d) *Structural Operations – SOs*

L'ultima tipologia di Operazioni di mercato aperto che il SEBC ha a disposizione sono le c.d. *operazioni di tipo strutturale*, caratterizzate dall'emanazione di certificati di debito, operazioni di tipo definitivo e momentaneo, attuate con l'intento di mutare la posizione strutturale del SEBC in rapporto al mercato.

2.3.2 Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

Le operazioni su iniziativa delle controparti si caratterizzano per il loro fine di aumentare o diminuire l'offerta di moneta e la liquidità *overnight*²⁵, a regolare le politiche monetarie e limitare la volatilità del tasso d'interesse del mercato *overnight* stesso. Per limitare queste fluttuazioni ed orientare i suddetti tassi, il SEBC ha a disposizione due differenti tipi di operazioni, con brevi scadenze e che possono essere richieste dalle controparti:

a) *Marginal Lending Facility - MLF*

Le operazioni di rifinanziamento marginale sono operazioni che permettono alle istituzioni monetarie di attingere, in ogni momento dalle Banche Centrali Nazionali, riserve e liquidità *overnight* in corrispondenza di *asset* posti come garanzia. Data la straordinarietà di queste operazioni, i tassi d'interesse applicati sono notevolmente maggiori rispetto a quelli all'interno dei mercati, per questo motivo le istituzioni monetarie sono solite utilizzare le operazioni di rifinanziamento marginale solo in casi di estrema necessità.

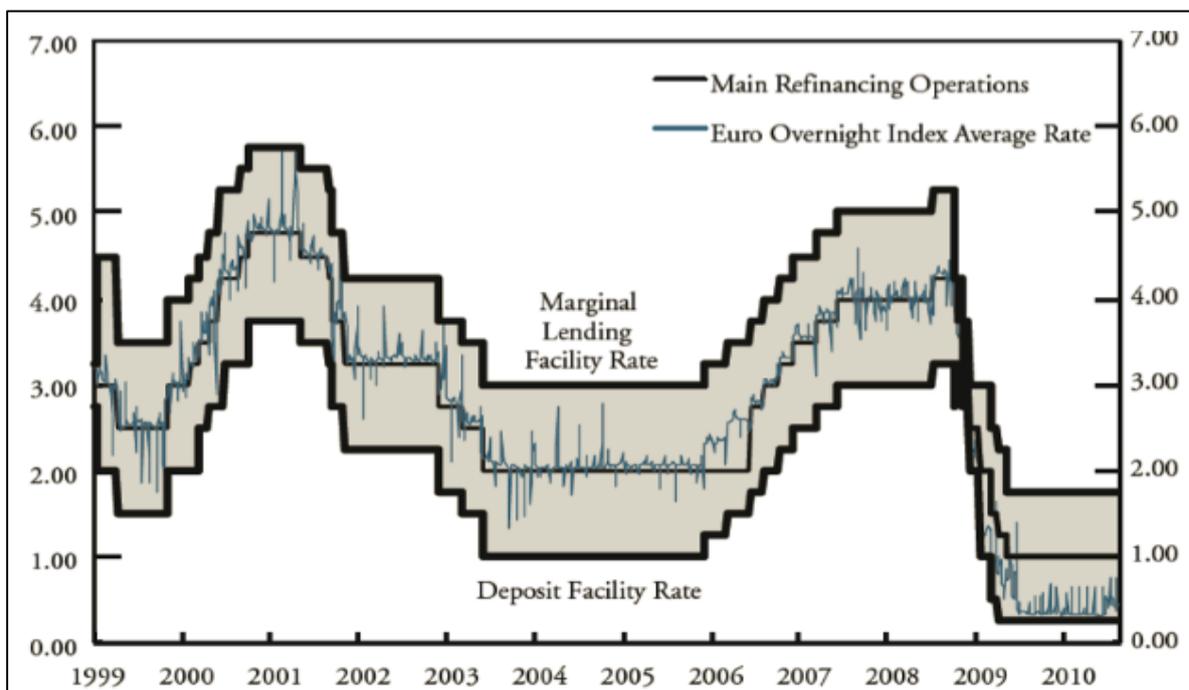
²⁵ Un deposito bancario è *overnight* se deve essere estinto il primo giorno lavorativo successivo a quello in cui è stato costituito, sicché la sua durata è di una singola notte.

b) *Deposit Facility – DF*

Queste operazioni (c.d. *operazioni di deposito presso la Banca Centrale*) danno la possibilità agli intermediari creditizi con liquidità in eccesso, di collocarla presso la Banca Centrale Europea guadagnando un interesse sul deposito.

Queste misure sono entrambe attivabili su iniziativa delle controparti, ovvero le banche europee, ma solo in circostanze particolari poiché l'accesso è ammesso solamente ad un saggio sconveniente relativamente a quello del mercato interbancario, che viene individuato dall'intersezione della domanda e dell'offerta di riserve di liquidità. Una volta determinato è possibile fare una media ponderata dei tassi dei contratti overnight senza garanzia comunicati da un gruppo selezionato di banche operanti sul mercato interbancario dell'area, media denominata *Euro Over-Night Index Average* (c.d. *EONIA*). Quest'ultimo deve essere inferiore rispetto al *Marginal Lending Facility Rate – MLF* e superiore al tasso *Deposit Facility – DF*, in un corridoio demarcato dai tassi ufficiali definiti dalla Banca Centrale. Se quest'ultima sposta il corridoio verso l'alto attua una politica restrittiva come quella che possiamo vedere dall'anno 2006 al 2008 nel grafico sottostante. Se, al contrario, la Banca Centrale decide di abbassare il corridoio, significa che sta attuando una politica espansiva, come quella messa in atto dal 2009 in poi. All'interno del corridoio il tasso EONIA oscillerà avvicinandosi al tasso di rifinanziamento marginale – MRO quando il mercato interbancario sarà in deficit di liquidità, mentre andrà verso il basso fino al minimo tasso di deposito – DF in caso contrario.

Figura n°6: Corridoio ufficiale dei tassi d'interesse overnight ed EONIA



Fonte: European Central Bank

2.3.3 Riserva obbligatoria

La disciplina della riserva obbligatoria del Sistema Europeo delle Banche Centrali, viene applicato alle banche commerciali e agli istituti creditizi ed è volto a mantenere stabile il tasso d'interesse del sistema economico e aumentare la necessità primaria di liquidità. Questa disciplina obbliga questi enti a mantenere, tramite depositi, delle riserve obbligatorie presso le rispettive Banche Centrali Nazionali, calcolate tramite moltiplicazione tra il *fattore o coefficiente di riserva*²⁶ ed il totale delle poste al passivo con scadenza al di sotto dei due anni. Gli obblighi di riserva determinano quanta moneta può essere creata dal sistema bancario per ogni unità di euro aggiuntiva di deposito raccolto. In questo modo se l'obbligo di riserva aumenta, gli istituti creditizi hanno l'obbligo di detenere una quantità di riserve maggiore riducendo gli impieghi effettuabili per ogni euro di deposito. Le banche centrali fanno ricorso sporadicamente a questo meccanismo, evitando che le banche commerciali si ritrovino con riserve inadeguate e non sufficienti senza aver effettuato alcuna modifica agli attivi ed ai passivi dei propri bilanci. L'utilizzo di questo metodo obbligherebbe quest'ultime a diminuire drasticamente l'attività creditizia e ad un *credit crunch* per recuperare liquidità da destinare a riserva creando non pochi disturbi nel sistema finanziario. Il meccanismo dell'obbligo di riserva, in ogni caso, dà la possibilità alle banche di far fronte ai requisiti imposti dalla banca centrale, non in modo continuativo, ma in un determinato lasso di tempo che parte dalla data in cui è stata effettuata l'operazione di rifinanziamento fino alla data in cui ne viene portata a termine una nuova (*mobilizzazione della riserva obbligatoria*)²⁷. Le riserve obbligatorie conservate e protette dagli enti vengono remunerate considerando le principali operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema. Tutto questo arriva a realizzare un collegamento fondamentale che rende più solida l'attuazione delle politiche monetarie, sostenuto da tutti gli Stati Membri, sottolineando l'importanza di una collaborazione e sinergia continua, soprattutto in tempi di crisi e di instabilità, da parte degli stati europei.

2.4 I meccanismi ed i canali di trasmissione della politica monetaria²⁸

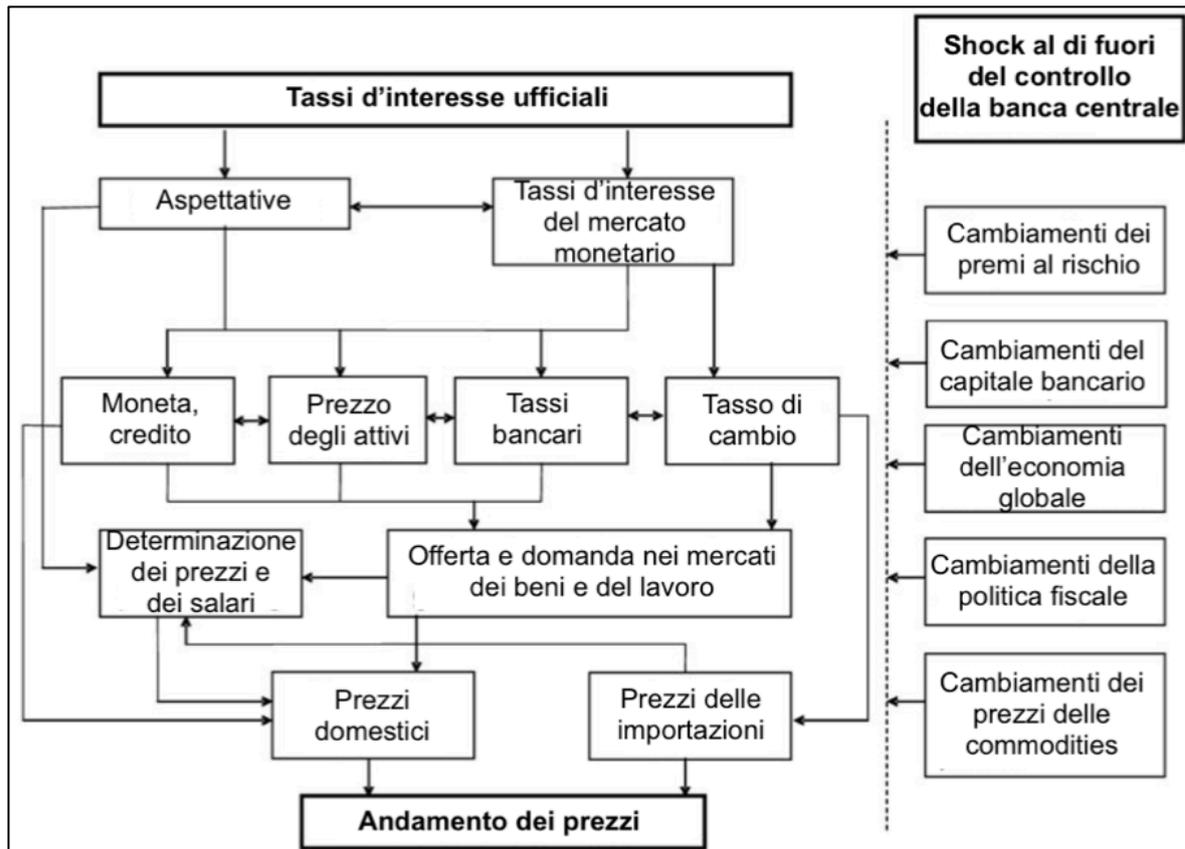
Analizzeremo adesso il meccanismo tramite il quale la Banca Centrale Europea trasmette impulsi di politica monetaria per raggiungere gli obiettivi ed i risultati desiderati. Le Banche Centrali hanno la possibilità, mediante le operazioni appena descritte, di raggiungere il tasso d'interesse desiderato e raggiungere così un aggiustamento del livello dei prezzi garantendone la stabilità.

²⁶ Inizialmente la riserva frazionaria fu fissata al 2% ma, dal 18 gennaio 2012, il coefficiente è pari all'1%. Se una banca non ha più sufficienti riserve, è obbligata a reintegrarle, ritirando qualche prestito ed eventualmente rallentando l'emissione di nuovi prestiti.

²⁷ N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor – “Macroeconomia – Sesta edizione italiana” (Zanichelli, 2009).

²⁸ Frederic S. Mishkin, (1996). The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy

Figura n°7: Meccanismo di trasmissione della politica monetaria



Fonte: Banca Centrale Europea “La politica monetaria della BCE” (Frankfurt am Main, 2004)

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf>

La figura n°7 ci aiuta a comprendere meglio i passaggi con cui le misure attuate arrivano ed influenzare l’economia reale, sottolineando ogni canale che viene condizionato dalle stesse.

Modificare i *key interest rates* si traduce in una variazione dei *tassi d’interesse del mercato monetario* e delle *aspettative*. Innalzare/abbassare i *key interest rates* equivale ad aumentare/diminuire i tassi del mercato monetario, modificando così anche il tasso pagato dagli individui che depositano, prendono a prestito e richiedono mutui presso gli istituti creditizi. Per quanto riguarda i tassi di lungo periodo, questi sono influenzati dalla prospettiva e dall’aspettativa che hanno i singoli agenti economici e dalla trasparenza e affidabilità della Banca Centrale. Variare in diminuzione i *key interest rates* quindi significa alterare i prezzi degli attivi, i tassi bancari e il tasso di cambio, generando in generale il decremento dei costi per i finanziamenti e un aumento del livello di investimento e consumo degli individui (c.d. *effetto ricchezza*). Questo processo appena analizzato è ciò che permette al meccanismo di trasmissione di essere efficace nell’economia reale. Diminuendo i tassi ufficiali, aumentano gli investimenti e così i prezzi degli strumenti finanziari detenuti da imprese e famiglie, ciò si traduce in un aumento della ricchezza di tali agenti economici, in un aumento generalizzato del prezzo dei beni (inflazione) e in un innalzamento dei salari.

- *Il canale del tasso d'interesse*

Il modello studiato poco fa si basa sul modello ISLM derivante dalla concezione Keynesiana del meccanismo di trasmissione monetaria e sul rapporto:

$$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

La relazione sovrastante indica che un incremento dell'offerta di moneta ($M \uparrow$) ottenuto tramite l'attuazione delle politiche precedentemente analizzate, porta ad una diminuzione del tasso d'interesse reale ($r \downarrow$) che si traduce a sua volta in un incremento degli investimenti ($I \uparrow$)²⁹ e che a sua volta porta ad un innalzamento della domanda aggregata e del reddito ($Y \uparrow$). Il modello Keynesiano è stato spesso obiettato per il fatto che si basi unicamente sul fattore *tasso d'interesse*, invece di prendere in considerazione i prezzi di varie attività.

- *Il canale del tasso di cambio*

Con la globalizzazione delle economie di tutto il mondo e l'avvento dei tassi di cambio flessibili, è andata crescendo l'attenzione verso quest'ultimi e quale sia la loro influenza nella trasmissione della politica monetaria.

$$M \uparrow \rightarrow r \downarrow \rightarrow e \downarrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow$$

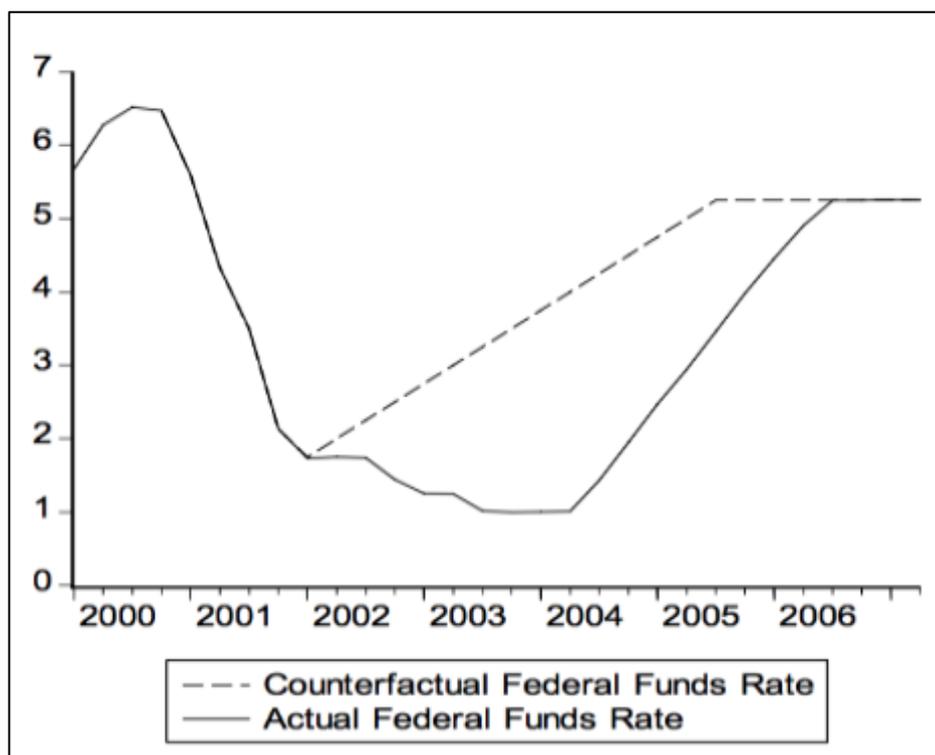
Il canale del tasso di cambio come il precedente parla di tasso d'interesse riferendosi a quello reale, questo perché quando il tasso d'interesse reale domestico diminuisce, i depositi in valuta domestica perdono a loro volta valore relativamente a quelli in moneta straniera, generando una variazione negativa del tasso di cambio ($e \downarrow$). Il minor valore della moneta domestica favorisce la convenienza dei beni di produzione locale rispetto a quelli di produzione estera, processo che permette il miglioramento del bilancio delle esportazioni nette ($NX \uparrow$) e di conseguenza anche del reddito e della produzione ($Y \uparrow$).

2.5 Le politiche monetarie non convenzionali attuate dopo il 2008

La Grande Crisi ha dato inizio ad una serie di critiche e dibattiti sull'insufficienza delle politiche monetarie tradizionali attuate dalle principali Banche Centrali e degli inefficienti meccanismi di vigilanza delle banche. Alcuni economisti, fra cui John B. Taylor, hanno più volte affermato che la politica di bassi tassi d'interesse della *Federal Reserve* negli anni precedenti al 2007, sia stata la causa principale della crisi stessa.

²⁹ Sebbene Keynes parlasse dell'aumento degli investimenti dopo una diminuzione del tasso d'interesse solamente con riferimento alle *business decisions*, è stato appurato in seguito che decisioni riguardanti investimenti in beni durevoli e in immobili devono essere prese in considerazione come se fossero comprese anch'esse negli investimenti I , permettendo di portare il meccanismo Keynesiano ISLM ad essere valevole anche per i consumatori. Per questo motivo nella formula si pone enfasi sul fatto che il tasso d'interesse sia quello reale.

Figura n°8: Paragone tra i tassi sui Fed Funds reali e quelli ottenuti implicitamente tramite l'applicazione della regola di Taylor.



Fonte: Taylor John B., "Housing and Monetary Policy", settembre 2007.

La Fed è stata più volte accusata di aver mantenuto i tassi sui *Funds Rates* eccessivamente al di sotto di quelli indicati dalla *Regola di Taylor*³⁰. Per quest'ultimo, un tasso particolarmente basso si sarebbe tradotto in tassi bassi anche sui prestiti, causando uno stimolo alla richiesta di mutui e all'erogazione degli stessi da parte delle banche anche a coloro che erano *subprime* o non meritevoli.

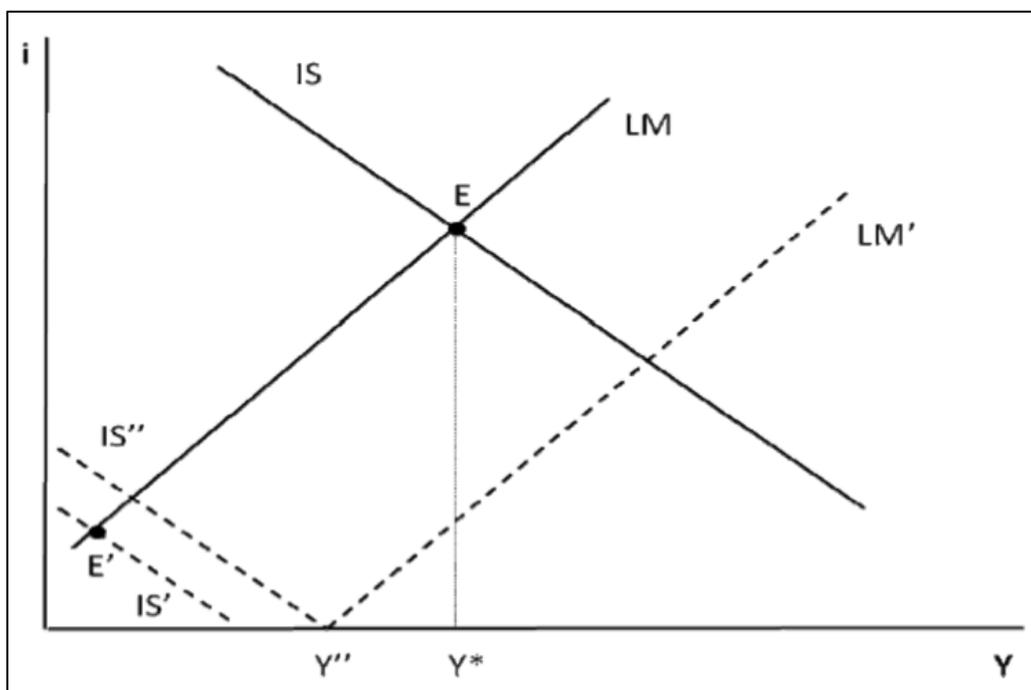
Le Banche Centrali, in ogni caso, risposero in modo deciso e sicuro anche se con modalità e con tempistiche differenti. La prima ad agire fu la *Federal Reserve*, subito dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008, focalizzando l'attenzione sull'acquisto di titoli obbligazionari, seguita poco più tardi dalla BCE che attuò politiche incentrate sul prestito diretto nei confronti delle banche sebbene con tempi più diluiti. Ciò che emerse fu il fatto che le politiche convenzionali si rivelarono inefficaci se non inutili al fine di contenere la crisi, inefficienze da ricondursi a problematiche strutturali come le poche linee per operazioni di mercato aperto a disposizione della *Federal Reserve*, inefficienze degli strumenti stessi, che causarono l'impossibilità per la BCE di riportare il sistema bancario ed il mercato del credito al regime antecedente la

³⁰ Regola elaborata nel 1993 dall'economista statunitense J.B. Taylor, che specifica in che modo la banca centrale dovrebbe modificare il tasso di interesse nominale conseguentemente a shock che inducano ad alterazioni del PIL reale e del tasso di inflazione dai loro valori obiettivo (target)

crisi. Queste evidenze portarono a galla le lacune delle politiche monetarie attuabili dalle Banche Centrali, sottolineando la necessità ed il bisogno di adottarne di nuove e straordinarie per favorire la ripresa.

Per rispondere alla crisi le banche centrali utilizzarono una politica monetaria incentrata sul taglio dei tassi di interesse, che furono portati a zero, mentre i governi compensarono la riduzione dei consumi e degli investimenti privati tramite la politica fiscale, incrementando la spesa pubblica. L'aumento del deficit di bilancio fu una conseguenza causata dall'effetto di stabilizzatori automatici (come ad esempio indennità di disoccupazione più elevate), ed in percentuale anche per via dell'aumento degli investimenti pubblici e della diminuzione delle aliquote fiscali per volere del governo. Per comprendere meglio le politiche economiche implementate è utile analizzare più da vicino il funzionamento delle stesse.

Figura n°9: La politica monetaria in presenza della trappola della liquidità



Fonte: Blanchard, Macroeconomia, Il Mulino, 2009

Come possiamo vedere dal grafico, sul piano IS-LM³¹, l'equilibrio dell'economia prima della crisi si trovava nel punto di equilibrio E. A causa del mancato pagamento delle rate dei mutui da parte dei clienti, è iniziato

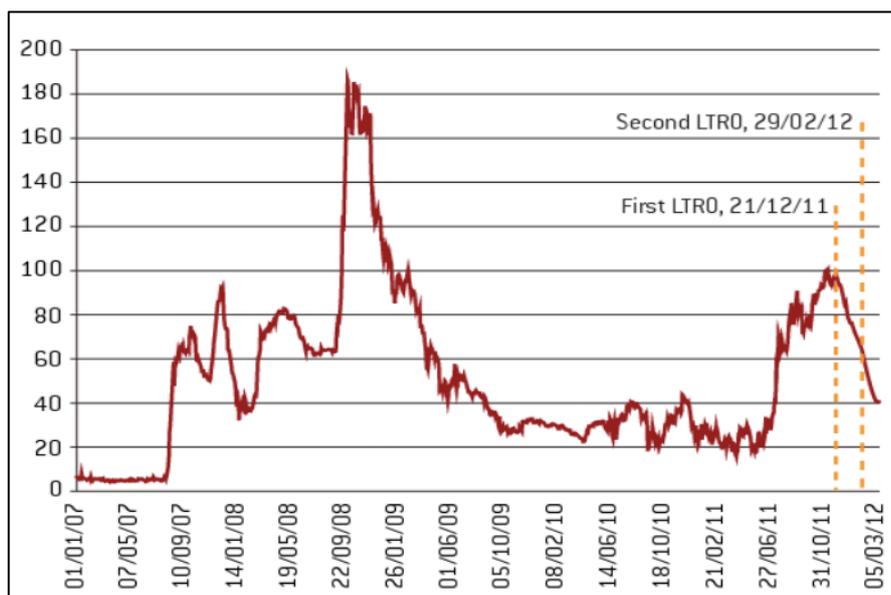
³¹ Il modello IS-LM rappresenta sinteticamente il concetto economico di John M. Keynes. La IS-LM è l'acronimo dei vocaboli in lingua inglese Investment Saving - Liquidity Money tradotti Investimento Risparmio - Liquidità Denaro. Questa teoria vuole creare una rappresentazione complessiva del settore reale (IS) e quello monetario (LM), tramite il confronto delle due curve che rappresentano rispettivamente l'equilibrio nel mercato dei beni e dei servizi e l'equilibrio del mercato della moneta, nello stesso piano. La stabilità macroeconomica si raggiunge con l'equilibrio concomitante in entrambi i mercati, ovvero quando nel settore reale la domanda aggregata è pari all'offerta aggregata e nel momento in cui nel mercato della moneta la domanda della stessa è pari alla sua offerta. L'equilibrio è contemporaneo poiché entrambi i mercati sono caratterizzati da variabili comuni, e di conseguenza risultano interconnessi.

un processo di riduzione del capitale delle banche, che ha spostato la curva da IS a IS', spostando così l'equilibrio al nuovo punto di equilibrio E'. Grazie alle politiche fiscali attuate, è stato possibile compensare in minima parte questa variazione, portando la curva da IS' a IS''. Anche se molto ridotta questa compensazione è pur sempre da considerarsi nel breve periodo, dato che investimenti in infrastrutture e investimenti pubblici richiedono un arco di tempo più lungo per poter essere messi in atto. Il problema sorge quando le Banche Centrali, pur spostando la curva LM verso destra tramite l'attuazione di una politica monetaria espansiva, non riescono più a diminuire il tasso d'interesse arrivato ad essere pari a zero, causando una situazione di stallo in cui la Banca Centrale non può far altro che attendere che la politica fiscale compensi lo spostamento di IS riportandola in alto. L'economia si ferma al punto Y'', cadendo nella *trappola della liquidità*, situazione in cui non è possibile aumentare l'*output* Y con operazioni espansive poiché il tasso d'interesse nominale dovrebbe scendere al di sotto dello zero, cosa impossibile per definizione. In un contesto di c.d. *zero lower bound* l'intervento sui tassi d'interesse non influenza le aspettative degli agenti economici, soprattutto in periodi di crisi dove tutti necessitano di maggior liquidità dato che le banche non concedono prestiti. Per rispondere alla situazione appena analizzata si sono venuti a delineare due approcci: le politiche monetarie europee, orientate verso la continua fornitura di liquidità e di operazioni di prestito alle banche in crisi tramite il prolungamento delle scadenze delle operazioni di finanziamento e la riduzione dei requisiti minimi di garanzia per poter accedere a tali operazioni. La *Federal Reserve* invece ha agito in maniera differente, con una risposta più diretta e tempestiva, attuando fin da subito misure volte all'acquisto di *asset* su larga scala.

2.6 Gli strumenti non convenzionali delle Banche Centrali

La Banca Centrale Europea ha cercato in primo luogo di sostenere il sistema bancario, settore che aveva risentito maggiormente della crisi e del deficit di liquidità, deficit che aveva drasticamente diminuito la capacità creditizia delle banche stesse. La BCE iniziò a riscontrare le prime problematiche quando le banche con liquidità in misura superiore alle riserve obbligatorie previste dalla Banca Centrale stessa, smisero di prestare fondi alle altre banche, situazione dovuta all'elevato rischio di quest'ultime di diventare insolventi. L'elevata incertezza del sistema bancario portò ben presto all'aumento del c.d. *EONIA Swap*, ovvero lo spread tra il tasso di riferimento medio sui depositi interbancari *Euro Inter Bank Offered Rate – Euribor* e gli *Overnight Index Swap – OIS*, chiaro sintomo del deterioramento delle condizioni di solvibilità degli operatori bancari e dell'incremento del premio per il rischio di credito pagato sui depositi. Questo spread equivale al costo in aggiunta che le banche applicano sui prestiti interbancari, ovvero una garanzia a copertura dal rischio che i fondi prestati ad una determinata scadenza non vengano restituiti. Prendendo in esempio le scadenze a sei mesi, all'inizio del 2007 l'*EONIA Swap* era a 11 *basis points* mentre allo scoppio della crisi con il fallimento di Lehman Brothers arrivò a toccare i 63 punti base, 90 a fine anno, per arrivare ai suoi massimi più avanti nel 2008 toccando i 190 punti base (Papadia, BCE).

Figura n°10: EURIBOR/OIS swap spread (EONIA Swap)

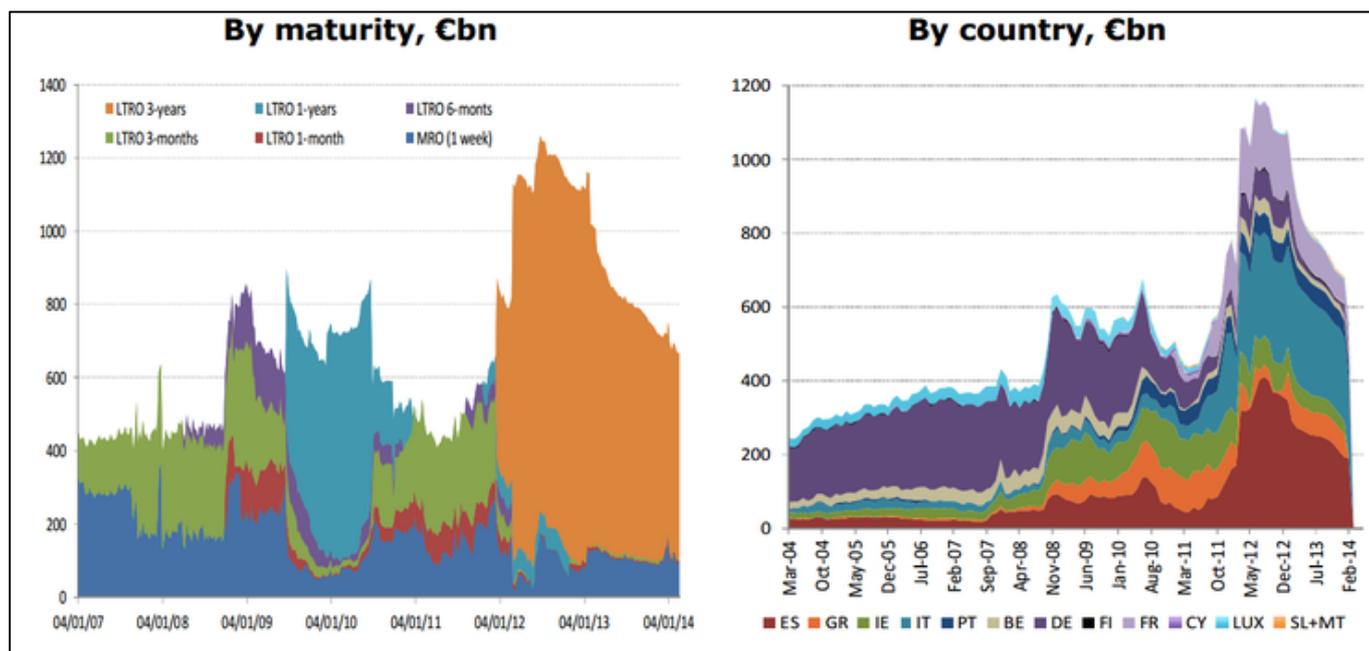


Fonte: Jean Pisani-Ferry, Guntram B. Wolff “Propping Up Europe?” (Gennaio, 2012)
https://www.researchgate.net/figure/EURIBOR-EONIA-swap-spread_fig5_241753369

2.6.1 Longer-Term Refinancing Operations (LTRO), Very Long-Term Refinancing Operations (VLTRO) e Covered Bonds Purchase Programme (CBPP)

La crisi quindi divenne sempre più accentuata, alimentata dalla forte sfiducia nel mercato interbancario, obbligando la BCE ad un primo intervento con le operazioni di rifinanziamento principale (MROs) che permisero di effettuare prestiti di liquidità diretti verso le banche e garantiti da titoli del debito pubblico c.d. *collateral*. Se però, normalmente, era la Banca Centrale Europea a determinare la quantità di liquidità da immettere in circolo, di fronte alla forte recessione in atto questa decise di mettere a disposizione un credito indefinito a seconda della domanda di liquidità delle banche e a un tasso fisso c.d. *fixed-rate tender full-allotment* – **FRFA**, abbassato dal 4,25% all’1% in soli 6 mesi e poi nuovamente diminuito a 0,05% nel 2014. La mancanza di coordinamento tra gli stati europei nell’attuazione di queste politiche le rese praticamente inefficaci, i tassi non furono diminuiti da tutti allo stesso modo, alcuni addirittura li alzarono causando una serie di problematiche che spinsero la BCE a dare inizio alle *Longer-term Refinancing Operations* – **LTROs**. Quest’ultime come abbiamo precedentemente visto, sono politiche che la BCE utilizza per gestire i tassi nella zona Euro tramite operazioni temporanee di finanziamento con scadenza a tre mesi, scadenza prorogata in seguito a 3 anni con le *Very Long-term Refinancing Operations* - **VLTROs** nel 2012. Grazie a queste operazioni la Banca Centrale europea ha immesso liquidità nel sistema per più di mille miliardi, finanziando le Banche Centrali Nazionali degli stati europei ad un tasso dell’1%.

Figura n°11: operazioni di rifinanziamento principale e marginale per durata e per paese



Fonte: European Central Bank

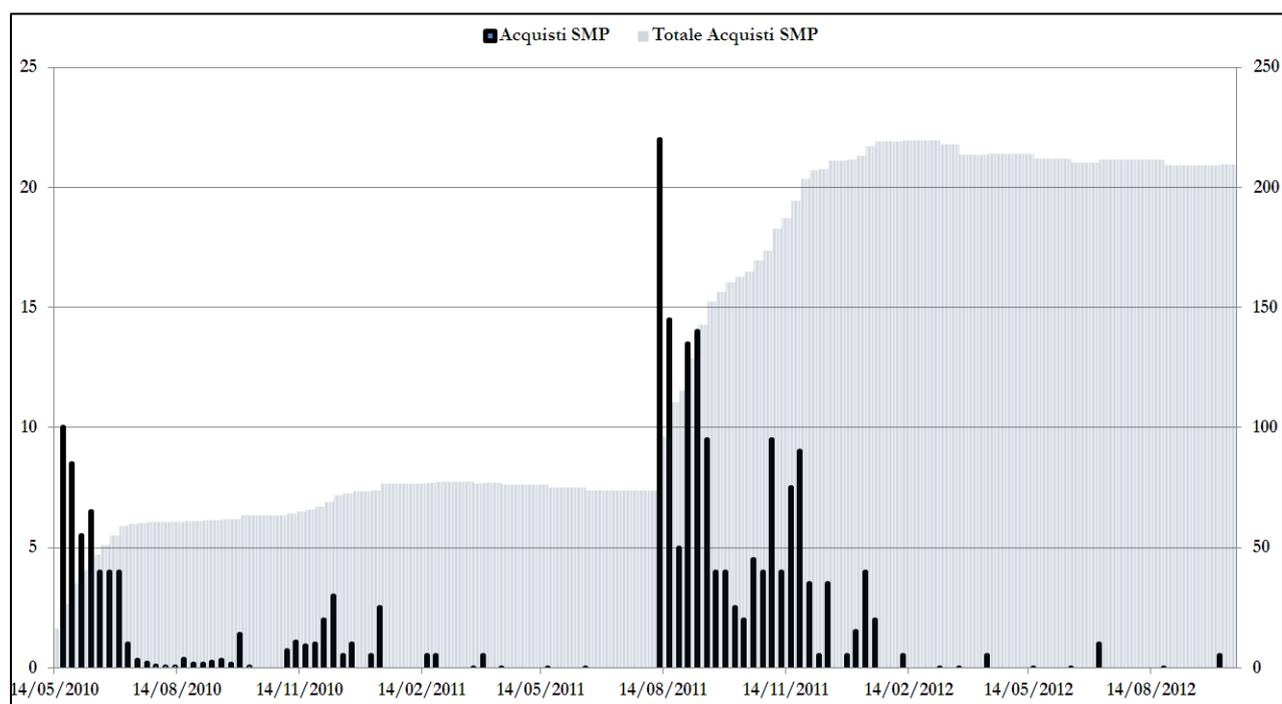
Come è possibile notare dal grafico riportato, i paesi ai quali furono principalmente rivolte queste politiche di aiuto nel 2012 furono i c.d. *PIGS*³², i paesi le quali banche avevano più risentito della crisi dei debiti sovrani. Da gennaio 2013, la BCE ha chiesto il rimborso dei prestiti effettuati alle banche degli stati appena citati, causando una diminuzione drastica della liquidità dell'Eurozona come è possibile vedere dal grafico sulla destra. Oltre a questi interventi, che si rivelarono insufficienti anche dopo che i tassi di rifinanziamento furono abbassati ulteriormente, la Banca Centrale iniziò il 4 giugno 2009 il primo programma di acquisto di obbligazioni garantite o *Covered Bond Purchase Program – CBPP1*. Quest'ultimo fu attuato poiché il crollo di Lehman Brothers causò delle gravi ricadute all'interno del mercato obbligazionario, per questo motivo il programma fu caratterizzato dall'acquisto di titoli per un totale di 60 miliardi. Molti economisti ritengono che misure come il CBPP, le LTROs e le VLTROs siano state essenziali per sostenere la liquidità, ripristinare la redditività ed evitare lo sgretolamento del sistema bancario, garantendo il sostentamento temporaneo dei mercati obbligazionari in sofferenza e contribuendo a contenere la crisi ed i suoi danni.

³² Si utilizza questo acronimo per indicare i quattro paesi dell'Europa Meridionale: Portogallo, Italia, Grecia e Spagna. Nel 2010 l'acronimo è diventato PIIGS a causa del pesante coinvolgimento nella crisi dell'Irlanda.

2.6.2 Securities Market Programme (SMP) ed Outright Monetary Transactions (OMT)

Nel 2010 la BCE terminò il programma CBPP come precedentemente pattuito, annunciando così l'avvio del *Securities Markets Programme – SMP*, programma di acquisto dei titoli di stato dei paesi europei nel mercato secondario. L'aumento della liquidità all'interno del mercato sarebbe stato riassorbito, in un secondo momento, tramite la *sterilizzazione*³³, attuata ogni settimana dalla BCE tramite aste di drenaggio veloci di importo pari al valore dei titoli acquistati, volte ad aumentare i depositi di denaro presso le Banche Centrali Nazionali. “*The programme’s objective is to address the malfunctioning of security markets and restore an appropriate monetary policy transmission mechanism*” (ECB Press Release, 2010). La differenza con le politiche implementate dalle altre Banche Centrali risiedeva nel fatto che questo programma non fosse rivolto all'aumento della moneta in circolazione, motivo per cui fu introdotta una politica di sterilizzazione a seguito della sua attuazione. L'acquisto dei titoli di stato come indicato poco fa, si rivolse prettamente alla stabilizzazione dei mercati e costò alla BCE circa 218 miliardi, denaro in gran parte concesso ai PIIGS precedentemente citati, con una maggiore enfasi al governo greco.

Figura n°12: Acquisti di titoli (mln €) effettuati dalla BCE per il Securities Market Programme



Fonte: Marcello Minenna “Anamnesi dell’euro e possibili cure” (24 febbraio 2015)

³³ La *sterilizzazione* è il processo di riassorbimento della liquidità immessa all'interno del mercato a causa dell'attuazione delle politiche non-convenzionali. Il riassorbimento è ottenuto dall'attuazione di *operazioni di fine tuning*, operazioni estremamente flessibili che permettono alla Banca Centrale Europea di evitare che la liquidità venga immessa all'interno del mercato, causando l'aumento dell'inflazione.

Nel periodo più intenso della crisi, il 26 luglio del 2012, il Presidente della BCE Mario Draghi assicurò che: *"Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough"* (Draghi, 2012). Il 2 Agosto 2012 il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea ha quindi sostituito il SMP con le *Outright Monetary Transactions – OMT*, un programma di operazioni non-standard per garantire un miglioramento e una maggior stabilità nel meccanismo di trasmissione di politica monetaria. Nello stesso anno quest'ultima ha inoltre aumentato la lista di titoli accettabili ed idonei come garanzie per i le operazioni di finanziamento fino a qui citate, innalzando il numero di *Asset Backed Securities – ABS* e dei *collaterals*, permettendo a molti governi, tra cui l'Italia, di finanziarsi per miliardi di euro. Lo scopo delle OMT era quello di evitare che le tensioni all'interno dei mercati dei titoli del debito degli stati incidessero negativamente sui tassi d'interesse facendoli aumentare, processo che avrebbe innescato l'impossibilità da parte di banche ed imprese di ricevere finanziamenti a costi insostenibili. La Banca Centrale ha quindi provveduto all'acquisto di titoli del debito a breve termine degli stati europei maggiormente in difficoltà senza limiti di tempo o dell'ammontare delle transazioni, attuando al contempo la sterilizzazione della liquidità all'interno del mercato evitando l'alterazione del tasso d'inflazione, compito ed obiettivo principale del mandato della Banca Centrale Europea. A differenza del SMP, le *Outright Monetary Transactions – OMT* sono state assoggettate a una stringente serie di condizioni: per poter ricorrere a questi aiuti, il governo che li richiede deve aver preso parte ad un accordo con *European Financial Stability Facility / European Facility Mechanism (EFSF/EFM)* rivolto ad un programma di "aiuti finanziari" o ad un "programma precauzionale" mediante i quali è possibile acquistare titoli di stato con scadenza fra 1 e 3 anni nel mercato primario (Cour-Thimann e Winkler). La scelta da parte della Banca Centrale di acquistare solamente titoli del debito in un'ottica di breve termine per poter abbassare la curva dei rendimenti di titoli con ridotta scadenza e, come conseguenza, di quelli con scadenza medio/lunga. Un'ulteriore diversità dal programma precedente è il fatto che il termine delle *Outright Monetary Transactions* non viene prestabilito a priori, ma viene fissato al momento in cui lo Stato diviene inadempiente oppure se la Banca Centrale raggiunge il risultato desiderato³⁴. Con le condizioni appena elencate la Banca Centrale Europea, guidata dal presidente Draghi, ha voluto ristabilire l'importanza del legame tra politica monetaria e politica dei singoli governi per rendere più veloce ed agile il processo di uscita dalla crisi.

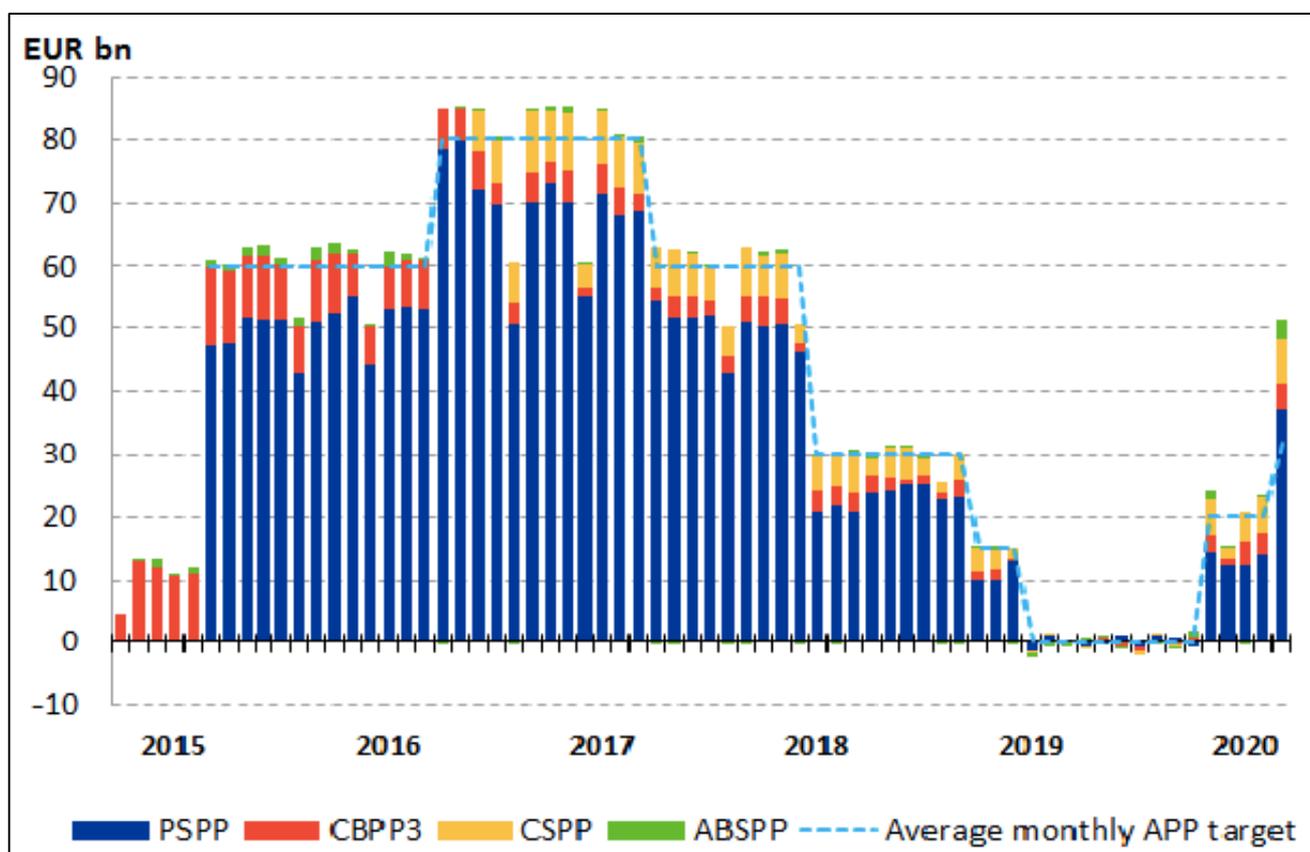
2.6.3 Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTROs) e Asset Purchase Programme (APP)

Nel 2014 il tasso d'inflazione all'interno dell'Eurozona si è ridotto, obbligando la BCE ad agire portando il tasso sui *deposit facility* al di sotto dello zero e ad annunciare nello stesso anno l'inizio delle *Targeted Longer-Term Refinancing Operations – TLTROs*, che sarebbero state implementate mediante una serie di operazioni, le prime alla chiusura dell'anno 2014 e quelle rimanenti nel 2016, seguite qualche mese dopo da un nuovo programma di acquisto di obbligazioni bancarie garantite c.d. *Covered Bond Purchase Programme*

³⁴ ECB Press Release (Frankfurt am Main, 6 settembre 2012).

– **CBPP3**³⁵, in modo da concedere un maggior quantitativo di credito all’economia reale e garantire l’incremento del valore delle attività nella zona euro. Il CBPP3 si caratterizza per il fatto che le BCN comprano un numero di titoli indicato dalla Banca Centrale Europea in base al peso dei singoli mercati nazionali condividendo i rischi ed i redditi conseguiti con le altre Banche Nazionali. Insieme a questi programmi è stato inoltre attuato l’*Asset-Backed Securities Purchase Programme* – **ABSPP**, programma volto all’acquisto di ABS e titoli garantiti da *collateral*, emessi dopo la cartolarizzazione dei prestiti delle banche alle imprese ed ai cittadini. I programmi appena citati, assieme ad un programma di acquisto di titoli del debito pubblico di stati europei c.d. *Public Sector Purchase Programme* – **PSPP** e al *Corporate Sector Purchase Programme* – **CSPP**, volto anch’esso all’acquisto da parte della BCE di titoli del debito ma di società non finanziarie dell’Eurozona, compongono il più ampio programma di acquisizione di titoli denominato *Asset Purchase Programme* – **APP**³⁶.

Figura n°13: *Asset Purchase Programme - APP (2014-2020)*



Fonte: European Central Bank

Il programma fu annunciato agli inizi del 2015 data la scarsa efficacia delle misure precedentemente attuate, misure utili alla diminuzione del costo per l’indebitamento per il settore privato ma poco utili al fine

³⁵ Vi era stato in precedenza un secondo Covered Bond Purchase Programme – CBPP2 nel 2011.

³⁶ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

dell'espansione dei bilanci di banche ed imprese dell'Eurozona. Come è possibile intuire dal grafico, il programma lanciato il 22 gennaio del 2015, fu attuato tramite l'acquisto di *asset* per un valore di 60 miliardi di cui la maggior parte rivolti al settore pubblico (PSPP), una percentuale molto inferiore, pari a circa l'8%, rivolta al CBPP3 ed in misura ancora più esigua all'ABSPP, attuato mediante piccoli e temporanei interventi. L'*Asset Purchase Programme*, con il passare degli anni, ha subito molteplici variazioni:

- €60 miliardi da Marzo 2015 a Marzo 2016
- €80 miliardi da Aprile 2016 a Marzo 2017
- €60 miliardi da Aprile 2017 a Dicembre 2017
- €30 miliardi da Gennaio 2018 a Settembre 2018
- €15 miliardi da Ottobre 2018 a Dicembre 2018

La BCE, a partire da Giugno 2016, ha infine attuato nuovamente un programma di rifinanziamento a lungo termine c.d. **TLTRO2**. Come per le precedenti operazioni, il desiderio della BCE è stato quello di facilitare il finanziamento e la fornitura di stimoli all'economia, incrementando il tasso di crescita dell'intera area Euro e mirando a superare la condizione di crisi all'interno della stessa.

CAPITOLO III – CONSEGUENZE DELLE POLITICHE MONETARIE NON - CONVENZIONALI: UNO SGUARDO AL PRESENTE

3.1 Effetti delle politiche monetarie non-convenzionali³⁷

L'insieme delle operazioni analizzate sino a questo momento può essere ricondotto sotto l'appellativo di *Quantitative Easing – QE*, in italiano “alleggerimento quantitativo”, programma composto dalle operazioni di politica monetaria attuate dalla Banca Centrale Europea (così come in precedenza dalla *Bank of Japan* e dalla *Federal Reserve*) e che sono volte all'acquisto di attività finanziarie a medio/lungo termine per generare un alleggerimento dei bilanci delle banche ed un aumento della liquidità in circolazione volta a favorire il credito ed i consumi. L'attuazione di questo programma ha permesso alle banche ed agli intermediari finanziari di sostituire titoli ad alto rischio con titoli a rischio zero, determinando un incremento della quantità di riserve nel bilancio ed un'espansione del portafoglio della BCE. Il *Quantitative Easing - QE* ha prodotto quindi *effetti diretti*, ricadendo sul mercato monetario e sulle attività finanziarie, così come *effetti indiretti*, rivolgendosi sul mercato del credito e sulle aspettative degli agenti finanziari.

- *Effetti Diretti*

Tre sono gli aspetti direttamente influenzati dall'acquisto di titoli da parte della BCE:

- a) *Prezzo e rendimento delle attività finanziarie acquistate*, che si contraggono perché l'acquisto delle stesse da parte della Banca Centrale ne diminuisce la quantità nel mercato. Inoltre l'attuazione di programmi di acquisto di titoli genera una riduzione della percezione dei rischi degli stessi, generando di conseguenza il decremento delle aspettative sul loro rendimento da parte degli agenti economici. Questo canale è il c.d. *signaling channel*, così denominato per via del segnale che la Banca Centrale vuole sottolineare a riguardo della propria esposizione alle perdite nel caso in cui la stessa innalzasse il livello dei tassi³⁸.
- b) *I tassi d'interesse sul mercato monetario*, tassi immediatamente correlati all'acquisizione di attività finanziarie che grazie all'incremento dell'offerta di moneta da parte della BCE si riducono

³⁷ P. Cova e G.Ferrero “Questioni di Economia e Finanza – Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema” n. 270 (Aprile, 2015)

³⁸ Le Banche Centrali per avere la possibilità di alzare il tasso d'interesse di breve termine e fare in modo che le politiche monetarie siano in minor modo accomodanti, hanno la possibilità di seguire due percorsi: incrementare il livello dei tassi e così fare in modo che l'offerta di moneta nel sistema economico rimanga alta, prendendosi allo stesso tempo l'onere di corrispondere tassi d'interesse più alti sui depositi a breve termine; o in alternativa incrementare il livello dei tassi e diminuire la liquidità tramite la vendita di titoli. Le Banche Centrali potrebbero anche in questo secondo vaso incorrere in delle perdite.

avvicinandosi al limite inferiore (c.d. *floor*) del *deposit facility*, tasso sui depositi overnight precedentemente analizzato. Sostituendo quindi le attività con le riserve della BCE si raggiunge un aumento del surplus di riserve rispetto a quanta sia effettivamente la liquidità all'interno del sistema bancario. Con l'aggiunta di assets nel portafoglio della Banca Centrale si raggiunge un decremento dei tassi d'interesse del mercato della moneta tramite il c.d. *excess liquidity channel*, effetto che si può rivelare poco efficace in un contesto di *zero lower bound*.

c) *Aspettative di inflazione ed il clima di fiducia*, grazie all'annuncio della Banca Centrale Europea di voler adottare misure volte a ristabilizzare il livello generale dei prezzi al livello obiettivo, questa fa in modo che gli agenti economici aggiustino di conseguenza le proprie attese e prospettive future. Maggiore è la credibilità della Banca Centrale e maggiore sarà il numero di agenti economici che aggiusterà le proprie aspettative allineandole con gli obiettivi della BCE stessa (*confidence channel* o *signaling channel*). In questo ambito dal 4 luglio 2013 la Banca Centrale ha adottato una strategia di c.d. *forward guidance*, ovvero la fornitura di indicazioni prospettiche ed informazioni sulle intenzioni della stessa in ambito di politica monetaria, basate su una serie di valutazioni sulle prospettive della stabilità futura dei prezzi. Il Consiglio Direttivo quel giorno ha annunciato di aspettarsi la permanenza, per un lungo periodo di tempo, di bassi livelli dei tassi d'interesse, valutando le prospettive riguardanti l'inflazione e la fragilità del sistema finanziario. La strategia fu attuata a causa della volatilità dei tassi, volatilità che per la Banca Centrale sarebbe stata sinonimo di inefficienza della propria politica monetaria considerando che i tassi d'interesse sono, come visto in precedenza, il primo passo del meccanismo di trasmissione della politica stessa.

- *Effetti Indiretti*

Oltre agli appena citati effetti diretti vi sono state delle ripercussioni anche all'interno del sistema finanziario, effetti c.d. *indiretti* dovuti all'acquisto di attività e titoli, operazioni che hanno causato sia l'abbassamento dei rendimenti degli stessi che dei tassi d'interesse:

- a) *Decremento dei rendimenti di attività finanziarie non interessate dai programmi attuati*, ridotti per via della diminuzione del premio per il rischio e per la diminuzione del rischio di fallimento di coloro al quale sono stati comprati i titoli di debito e obbligazioni (c.d. *portfolio-balance channel*).
- b) *Diminuzione dei costi ed incremento della disponibilità di prestiti bancari*, entrambi dovuti all'aumento di liquidità nel portafoglio delle banche grazie alla vendita dei propri titoli. Questo processo ha portato le banche stesse a concedere prestiti ad un minor costo per i clienti, obiettivo

voluta dalla Banca Centrale per evitare il c.d. *credit crunch*³⁹ e l'ampliamento della crisi che si genererebbe dalla diminuzione di mutui e prestiti. I due canali influenzati in questo modo sono due: il c.d. *bank-lending channel* ed il c.d. *balance sheet channel*, il primo per via della miglior patrimonializzazione e dell'aumento di liquidità delle banche favorendo la riduzione dei costi di finanziamento, il secondo per via dell'espansione della attività economica e dell'aumento della ricchezza degli individui grazie alla diminuzione dei rendimenti dei titoli, fattori che incrementano la capacità di ottenere credito dalle banche da parte dei clienti.

- c) *Tassi d'interesse bancari*; dato che i tassi medi d'interesse applicati ai nuovi prestiti sono legati al tasso di lungo periodo per la quota riguardante i prestiti a tasso fisso e a quelli a breve termine per la quota a tasso variabile, "l'impatto diretto del programma di acquisto sul costo medio delle nuove erogazioni dipende sia dal peso relativo dei contratti a tasso fisso e variabile sia dalla variazione dei tassi di interesse sulle diverse scadenze (c.d. *interest rate channel*)" (Banca d'Italia, Aprile 2015).
- d) *Abbassamento del tasso di cambio*, causato dalla sostituzione di attività finanziarie con le riserve della Banca Centrale, processo che ha portato alla riduzione dei rendimenti dei titoli e che ha spinto gli investitori a preferire titoli denominati in valuta estera (c.d. *exchange rate channel*).
- e) *Miglioramento delle condizioni di finanziamento*, avvenuto grazie al canale del c.d. *government budget constraint channel* che permette la riduzione dei rendimenti dei titoli di stato e allo stesso tempo una riduzione dei costi di finanziamento ed un minore esborso per il servizio del debito.

3.2 La trasmissione all'economia reale

Nel precedente paragrafo abbiamo trattato gli effetti riguardanti il solo mercato finanziario, senza però analizzare le conseguenze delle politiche non-convenzionali nell'economia reale, conseguenze riguardanti i prezzi e la quantità di beni e servizi ed il livello di occupazione e dei salari⁴⁰. Dobbiamo ricordare che le variazioni dei tassi d'interesse e le modifiche delle condizioni del credito bancario dovute all'alleggerimento quantitativo, sono strettamente correlate alle scelte dei singoli individui mediante tre effetti principali:

- *Effetto di sostituzione intertemporale*: dovuto alla riduzione dei tassi e così dei costi legati al finanziamento, meccanismo che permette agli individui ed alle aziende di richiedere maggiori prestiti. Tutto questo garantisce l'aumento del consumo, del tasso di occupazione ed in generale della domanda

³⁹ Termine inglese («stretta creditizia») che indica una restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari (in particolare le banche) nei confronti della clientela (soprattutto imprese), in presenza di una potenziale domanda di finanziamenti insoddisfatta.

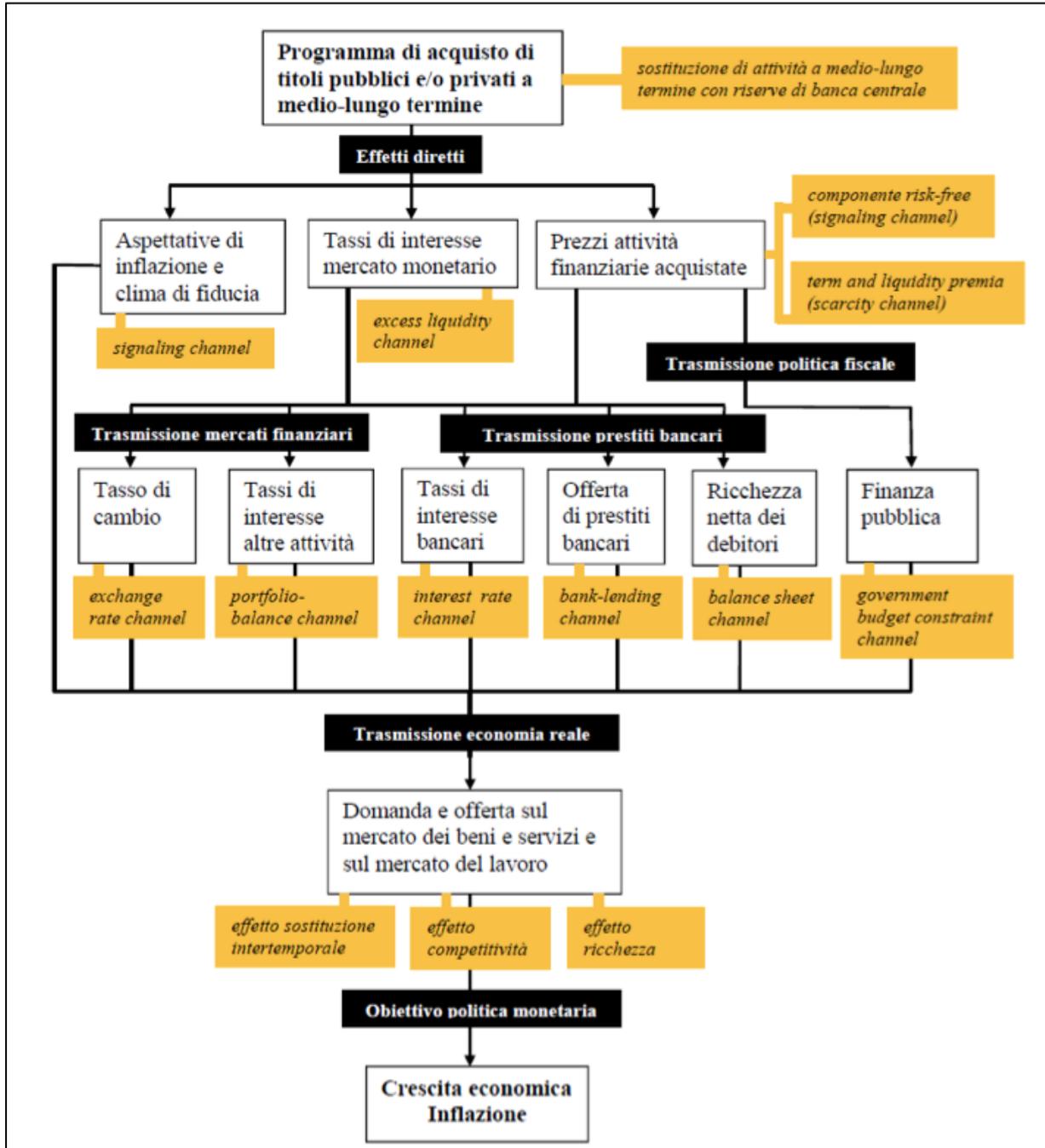
⁴⁰ Questi sono fattori che vengono toccati anche dalle politiche monetarie standard effettuate dalla Banca Centrale (la variazione dei tassi ufficiali). In ogni caso le conseguenze e gli effetti nell'economia reale sono differenti nel caso di situazioni e politiche convenzionali rispetto a momenti nel quale vengono attuate misure non-convenzionali.

aggregata⁴¹, comportando però allo stesso tempo un periodo di deflazione potenzialmente rischiosa se non curata tramite le politiche fiscali espansive.

- *Effetto competitività*: la riduzione del prezzo dei beni domestici provoca il decremento del tasso di cambio, garantendo maggiori esportazioni. Le aziende domestiche in questo modo vedono l'aumento dei propri guadagni e dei profitti, migliorando il PIL della nazione e apportando un miglioramento alla bilancia commerciale.
- *Effetto ricchezza finanziaria*: grazie all'incremento dei prezzi di *assets* reali e finanziari si ottiene un incremento anche della ricchezza degli individui che detengono queste attività, poiché vendendole generano un effetto ricchezza che si traduce in un'espansione della domanda aggregata, aumento degli investimenti e dei consumi. Alla fine l'espansione della domanda aggregata sarà direttamente proporzionale all'ampiezza del programma di alleggerimento.

⁴¹ La domanda aggregata è una funzione diretta dell'offerta reale di moneta (M/P), funzione diretta della spesa pubblica (G) e funzione inversa del livello di imposizione fiscale (T). Andrebbero inoltre considerati ulteriori fattori come il consumo autonomo e la sensibilità dell'investimento rispetto a variazioni del livello produttivo dell'economia.

Figura n°14: Canali di trasmissione delle politiche monetarie non convenzionali



Fonte: Cova P. and Ferrero G. (2015), "Il programma di acquisto di attività finanziare per fini di politica monetaria dell'Eurosistema", *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) n.270*, Banca d'Italia.

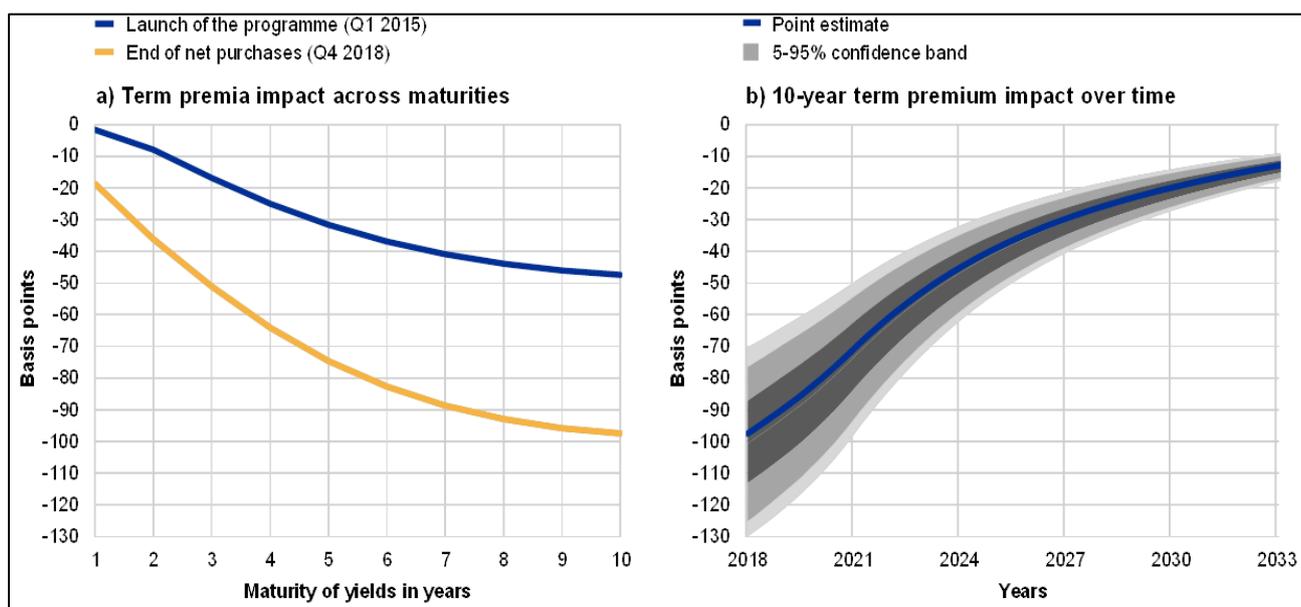
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2015-0270/QEF_270.pdf

3.3 Impatto e conseguenze delle misure implementate

Un notevole numero di studiosi ed economisti ritiene che le politiche monetarie non standard che sono state implementate hanno impattato in maniera durevole e intensa le condizioni del sistema finanziario, superando di gran lunga gli effetti delle politiche dell'*Asset Purchase Programme* e generando fenomeni di esternalità e

di c.d. *spill over*⁴² positivi, non solamente nel settore bancario, ma in generale nell'intero sistema economico, garantendo il mantenimento della liquidità nel mercato degli *Asset Backed Securities* e aggiustando il meccanismo di trasmissione in modo da superare la crisi nel minor tempo possibile. Le stime riguardanti il rendimento delle obbligazioni del debito dei paesi europei mostrano un decremento, dovuto alle politiche attuate, che hanno ridotto anche di 130 *basis points* i rendimenti dei titoli a 10 anni.

Figura n°15: *Impatto stimato dell'APP sui titoli di stato dei paesi dell'Eurozona*



Fonte: *European Central Bank*

Partendo però dagli inizi e per analizzare con più chiarezza gli effetti della Grande Recessione e delle politiche monetarie implementate, è possibile suddividere gli anni dal 2008 ad oggi in tre periodi. Per quanto riguarda il primo periodo, compreso tra l'autunno del 2008 e il termine del 2009, le prime MROs implementate non hanno aiutato a garantire il giusto stimolo all'attività bancaria e creditizia ai privati, per via della propensione delle banche ad aumentare, con il surplus di liquidità, i depositi presso la Banca Centrale o gli investimenti in altre attività. In ogni caso queste misure hanno evitato il collasso dell'intero sistema bancario ed allo stesso tempo dell'attività di credito, garantendo finanziamenti all'attività bancaria ed in generale ai singoli stati.

Le prime LTROs invece hanno sicuramente contribuito al miglioramento della condizione monetaria generale all'interno della zona Euro, scongiurando in buona parte la crisi del debito sovrano iniziata nel 2010-2011. Queste hanno apportato benefici prettamente a quegli stati aventi un sistema finanziario più

⁴² Fenomeno per cui un'attività economica volta a beneficiare un determinato settore o una determinata area territoriale produce effetti positivi anche oltre tali ambiti.

avanzato che non erano stati particolarmente colpiti dalla crisi. Per di più, abbassare il corridoio dei tassi vicino allo zero, ha obbligato le banche ad agire in una situazione di mediocri margini di profitto, che non hanno semplificato il decremento della leva finanziaria e nemmeno del rischio legati agli enti creditizi, fornendo però alcuni stimoli ad un maggior consolidamento del sistema bancario. Nello stesso periodo le operazioni di CBPP hanno aiutato a diminuire i tassi nel mercato, rigenerando le condizioni per il credito a favore di banche ed imprese, incoraggiando gli intermediari finanziari ad elargire i propri finanziamenti a clienti e incrementando la liquidità di importanti segmenti all'interno mercato. Questo programma ha inoltre generato un ampliamento del numero di enti creditizi dell'Eurosistema che si è rivolto alle obbligazioni garantite per ottenere finanziamenti⁴³, aumentando le attività all'interno del mercato e ripristinando, anche se in minima parte, i settori maggiormente contagiati dalla crisi. Infine è possibile dire che le stesse conseguenze e gli stessi benefici sono stati apportati dai seguenti programmi di *Covered Bond Purchase Programme* – CBPP2 e CBPP3. Secondo le analisi di Christophe Cahn, Julien Matheron and Jean-Guillaume Sahuc (2017) le iniezioni di liquidità si sono rivelate essenziali per scongiurare la diminuzione della concessione di crediti da parte di istituti bancari (*credit crunch*). Hanno stimato che senza tali misure sia PIL, che consumi, investimenti e deflatore del PIL sarebbero scesi rispettivamente a 2.5%, 0.5%, 9.7% e 0.5% ancora più bassi della media del 2009⁴⁴.

Il secondo periodo invece inizia con le operazioni di *Securities Market Programme* - SMP nel 2010, misure efficienti seppur per un breve lasso di tempo, che hanno contribuito a diminuire le oscillazioni del rendimento giornaliero dei titoli oggetto delle misure e contrastando l'incremento dei rendimenti dei titoli del debito pubblico degli stati europei. Il SMP non fu sufficiente ad eliminare le paure inerenti al rischio di *ridenominazione* del debito e, così anche della rottura dell'UEM. Alcuni studiosi hanno evidenziato alcuni dei motivi fondamentali per i quali il *Securities Market Programme* sarebbe stato poco utile. Primo, le misure di SMP non furono esplicate chiaramente agli agenti ed operatori all'interno del mercato. Questo deficit di trasparenza e limpidezza sull'implementazione delle misure causò il calo della fiducia del mercato sulla disponibilità, da parte della Banca Centrale Europea, di dar vita ad un piano di salvataggi. Fiducia nuovamente minata dall'inasprirsi dei rapporti interni ai vertici della Banca Centrale, più nel dettaglio a causa della forte opposizione al programma da parte del capo della Banca Centrale tedesca, la Bundesbank. Le seguenti Outright Monetary Transactions – OMT hanno causato un forte impatto sui rendimenti, grazie anche all'adozione da parte della Banca Centrale della strategia precedentemente analizzata di *forward guidance*. Quest'ultima può essere definita effettivamente una strategia di politica monetaria non standard, incentrata sulla comunicazione e sull'informazione del comportamento che la stessa BCE avrebbe adottato, garantendo l'allineamento dei propri obiettivi con quelli dei singoli individui.

⁴³ The impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme on the primary and secondary markets (2011).

⁴⁴ Cahn, Julien Matheron and Jean-Guillaume Sahuc "Document de travail n° 528 - ASSESSING THE MACROECONOMIC EFFECTS OF LTROs" (December 2014)

Il periodo finale, il più intenso della crisi, è stato trattato dalla Banca Centrale attraverso l'*Asset Purchase Programme* - APP e l'acquisto di titoli mirato, un'operazione che è stata analizzata da vari punti di vista e che ha riscontrato pensieri ed opinioni contrastanti. Alcuni sostengono, ancora oggi, che acquistare titoli in maniera mirata è una misura efficace nel caso in cui il mercato finanziario sia così perturbato da rendere questa misura, la sola ed unica utilizzabile. Secondo altri invece l'aumento della base monetaria non risulta pienamente efficace se si è in una situazione di stretta creditizia, poiché aumentando la liquidità non si genera un aumento dei prestiti se si è in una situazione di stress bancario. Tutto sommato, se è vero che le misure non standard hanno evitato il collasso dei paesi in crisi, allora è altrettanto corretto dire che le stesse hanno evitato una depressione ancora più intensa e profonda, che sarebbe peggiorata a causa della diminuzione dell'attività di credito da parte delle banche agli individui⁴⁵.

3.3.1 Il Quantitative Easing e l'Inflazione

Per ciò che concerne l'inflazione possiamo dire che le conseguenze sono state positive, anche se la stessa è sembrata difficile da controllare tramite le misure non standard che sono state implementate.

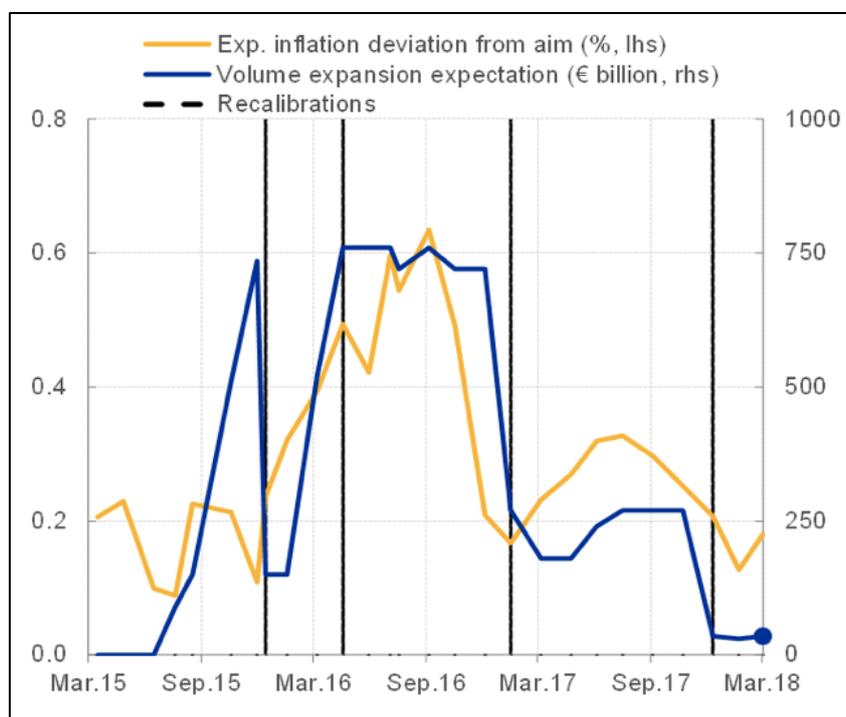
Le aspettative del mercato hanno "interiorizzato" abbastanza bene il quadro di condizionalità che regola le dimensioni e la durata dell'*Asset Purchase Programme*. I dati mostrano che le aspettative di mercato della politica attuata dalla Banca Centrale Europea, sono risultate fortemente correlate alle prospettive di inflazione⁴⁶, come ad esempio possiamo vedere dal grafico riguardante le aspettative di inflazione a medio termine.

⁴⁵ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>

⁴⁶ Discorso di Peter Praet, membro del Comitato Esecutivo della Banca Centrale Europea, alla "The ECB and Its Watchers XIX Conference" Francoforte sul Meno, 14 Marzo 2018 - https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180314_2.en.html

Figura n°16: Correlazione tra le aspettative di mercato con la politica monetaria e le aspettative dell'inflazione a medio-lungo termine

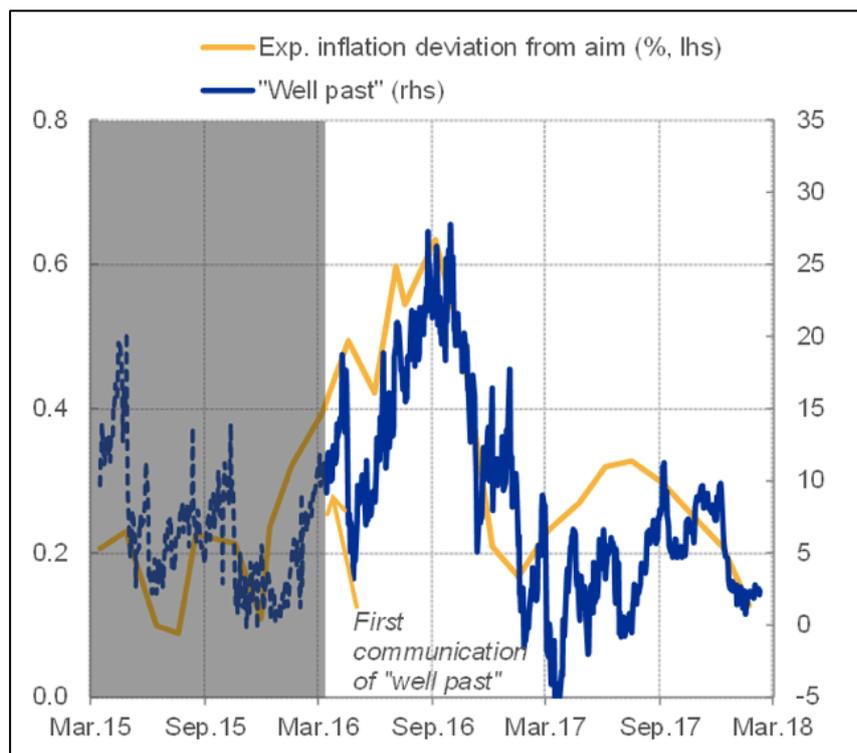
Panel A: APP extension expectations and inflation undershoots (left axis: %; right axis: €bn)



Fonte: Bloomberg and ECB

Osservando l'indagine è possibile notare che la differenza residua tra le aspettative del mercato in merito al volume degli acquisti di attività e le indicazioni date dalla stessa BCE sulla dimensione del programma si è molto ridotta. In periodi di deflazione durevole, questa differenza è stata particolarmente accentuata. La convergenza delle aspettative del mercato verso le indicazioni della BCE in merito alle dimensioni e all'orizzonte degli acquisti di attività nette è andata di pari passo con il graduale aumento delle attese inerenti all'inflazione verso l'obiettivo della politica monetaria a medio-lungo termine.

Panel B: “Well past” horizon implied by expected APP end and forward curve (months)



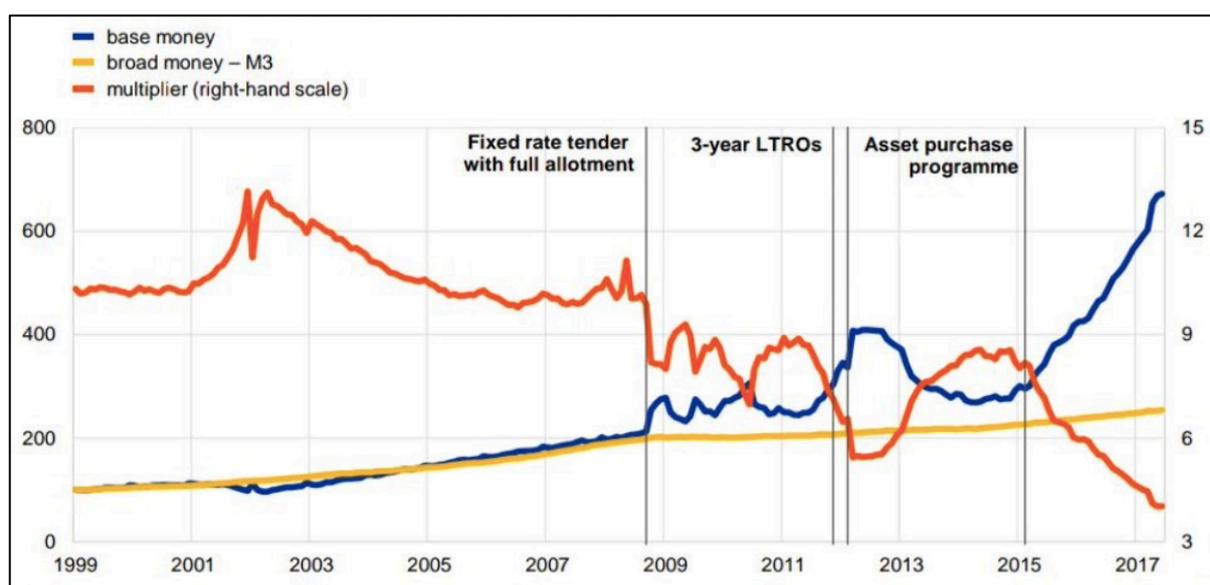
Fonte: Bloomberg, ECB calculations

In ogni caso vi sono anche opinioni differenti, che considerano che il *QE* in Europa sia uno strumento che non ha avuto un importante rilievo sul tasso d’inflazione e sul Prodotto Interno Lordo. Certo è che se come alternativa avessimo avuto una depressione ed un calo dell’inflazione, con un decremento del reddito reale, l’attività di credito già in gravi condizioni avrebbe sicuramente subito un crollo, generando un aumento delle inadempienze dei mutui e dei prestiti. Da uno studio recente di alcuni economisti nell’anno, gli strumenti macroeconomici, i c.d. *Structural Vector Autoregression – SVAR*, risulterebbero di difficile utilizzo per il calcolo delle conseguenze del *Quantitative Easing* e tramite differenti strumenti invece il risultato sarebbe addirittura invisibile. Il solo esito ottenibile deriverebbe dalle politiche non standard, ovvero quelle misure che sono state capaci di evitare la trasmissione e la diffusione della crisi dagli stati maggiormente in difficoltà e prossimi al default, agli altri meno colpiti.

In ogni caso le conseguenze dell’alleggerimento quantitativo negli stati che lo hanno adottato, non rende di facile comprensione il motivo per il quale non si sia avviata una spirale inflazionistica, considerando che i bilanci delle principali banche centrali hanno visto triplicare come la Banca Centrale Europea, quadruplicare come la *Federal Reserve*, o addirittura quintuplicare come la *Bank of Japan* i propri bilanci. In un articolo del 2019, il Professor Salvatore Nisticò evidenzia che “l’inflazione, nel medio-lungo termine, segue la crescita monetaria” (Nisticò, 2019), ma è anche vero che dobbiamo tenere bene a mente che le Banche Centrali nell’attuazione delle proprie politiche non hanno creato moneta, bensì “base monetaria”. La creazione di moneta avviene in due passi: in un primo momento, se la BCE desidera generare moneta, può

acquistare titoli per un valore pari al quantitativo di moneta che vuole “creare”. In questo modo la banca in questione ottiene denaro che potrà detenere presso la BCE come “riserva straordinaria in eccesso”, sostituendo il titolo non con moneta, ma con un aumento di “base monetaria”⁴⁷. In un secondo momento, quando la banca sceglierà di far credito ai propri clienti attingendo a quella stessa riserva, allora sarà possibile parlare effettivamente di “moneta” utilizzabile come mezzo scambio. Fatta questa doverosa premessa è adesso possibile capire che, a pieno regime, la banca in questione sarà sempre propensa a scegliere di utilizzare subito quella moneta senza lasciarla inattiva a riserva, ma in periodi di crisi ogni nuovo euro creato viene “tesaurizzato come asset” (accantonato a riserva) dalla banca che lo riceve, migliorandone la stabilità finanziaria.

Figura n°17: Base monetaria e moltiplicatore monetario

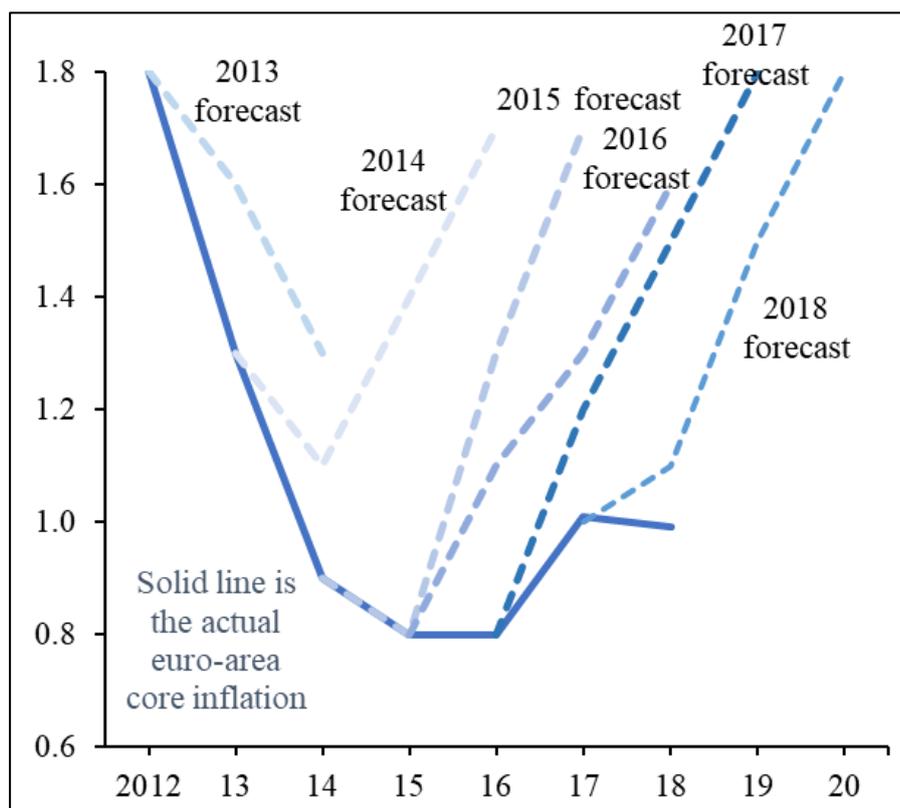


Fonte: European Central Bank

Il secondo passaggio del processo di creazione della “moneta” si attiva quindi solo in piccola parte: la “base monetaria” accelera, ma per la sete di *safe assets* il moltiplicatore si contrae e la “moneta”, quindi, rallenta.” (Nisticò, 2019). Dalla figura n°17 è infatti possibile vedere come nella zona euro la base monetaria è salita esponenzialmente (linea blu) mentre il moltiplicatore monetario è diminuito (linea arancione). Alla luce di tutto questo è quindi possibile capire perché le previsioni riguardanti l’inflazione, a partire dal 2011, siano sempre state non corrette e contraddette a ribasso, all’interno dell’Eurozona.

⁴⁷Salvatore Nisticò, “Perché il Qe non ha prodotto inflazione”, *lavoce.info* (7 maggio 2019)

Figura n°18: previsioni della BCE sul tasso d'inflazione



Fonte: Proiezioni Macroeconomiche della BCE del marzo dell'anno 2019

<https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>

I bassi tassi di inflazione peggiorano le recessioni, danneggiando in particolare gli stati che vengono maggiormente colpiti dalle stesse e che non riescono ad uscirne. È quindi possibile comprendere che il meccanismo adottato dalla Banca Centrale Europea non abbia di certo aiutato a mantenere l'inflazione ai livelli desiderati, entrando nella c.d. *lowflation trap*, così denominata perché pur non essendo in una situazione ancor peggiore di deflazione, si è in una situazione di bassi livelli di investimento che di fatto non semplifica il superamento della crisi e così la ripresa dell'economia.

3.4 La crisi del Sars-CoV-2: un confronto con la Grande Recessione del 2008

Durante il primo trimestre del 2020, prima in Europa e poi in altri paesi del globo, ha preso corpo una crisi economica sviluppatasi da una pandemia legata al diffondersi del *Coronavirus*. Una crisi che, al contrario di quella del 2008-2009, già analizzata nei capitoli precedenti, ha causato e sta causando uno shock di portata globale, abbattendosi su ogni segmento, settore ed impresa del sistema economico mondiale. Nel momento esatto in cui il *Covid-19* ha iniziato a diffondersi, si è interrotto quasi completamente lo scambio di prodotti, di merci non solo a livello internazionale ma anche all'interno dei singoli paesi colpiti: il nostro Paese è stato

il primo in Europa. La produzione industriale si è bloccata nel giro di pochi giorni facendo venire a mancare non solo la domanda di beni di consumo ma, in un momento di incertezza e paura, la stessa possibilità dei singoli individui di fare acquisti e di preferire, fra l'altro, non spendere il proprio denaro se non per beni di prima necessità. Questa pandemia si è rivelata non solo un'emergenza sanitaria senza precedenti, ma anche uno shock incredibile che sta richiedendo continuamente reazioni immediate, coordinate e pragmatiche da parte di governi e Banche Centrali. Risulta ogni giorno più evidente che le strategie e le misure, adottate dai singoli governi, avranno come conseguenza il verificarsi di forti recessioni, tagli estremi degli stipendi ma anche del personale da parte di aziende e imprese che non saranno in grado di realizzare gli stessi ricavi del periodo precedente al *Coronavirus*.

Ognuno sarà costretto a rivedere le proprie abitudini, la propria routine dunque necessariamente il proprio livello di spesa e di risparmio. Tutto ciò ha già provocato un arresto totale in vasti settori dell'economia nel periodo in cui le misure di contenimento del contagio sono state attuate. La maggior parte delle previsioni avanzate dagli economisti in riferimento al futuro affermano che sarà inevitabile la contrazione del Prodotto Interno Lordo e l'incremento della spesa pubblica, che porteranno ad un inevitabile aumento del debito della maggior parte degli Stati Europei e non. Bisogna inoltre tenere in considerazione che il PIL è strettamente collegato alle misure di bilancio dei singoli stati, ovvero all'imposizione fiscale ed alla spesa pubblica.

Durante periodi di depressione le conseguenze derivanti da modifiche di questi fattori si rivelano ancor più accentuate, incrementando il debito pubblico e generando ulteriori problematiche.

Politiche basate sulla contrazione della spesa pubblica in fasi recessive durante la crisi dei debiti sovrani, hanno condotto l'Italia e molti altri paesi dell'UE, all'aumento del rapporto debito-PIL, aumento che si è poi tradotto in problematiche più ampie nella collocazione delle proprie obbligazioni all'interno dei mercati finanziari e in un incremento immediato dei tassi. Ciò significa che le politiche fiscali espansive, in cui maggiore è la spesa pubblica e minore il livello delle tasse, avranno nel presente l'effetto di ridurre la caduta del PIL. Valide ed efficaci politiche economiche fortemente espansive potrebbero ridurre l'incremento del rapporto deficit-PIL e debito-PIL rispetto a politiche più prudenti e timorose, come ad esempio sta avvenendo in Italia, i cui effetti potrebbero rivelarsi alla lunga dannosi.

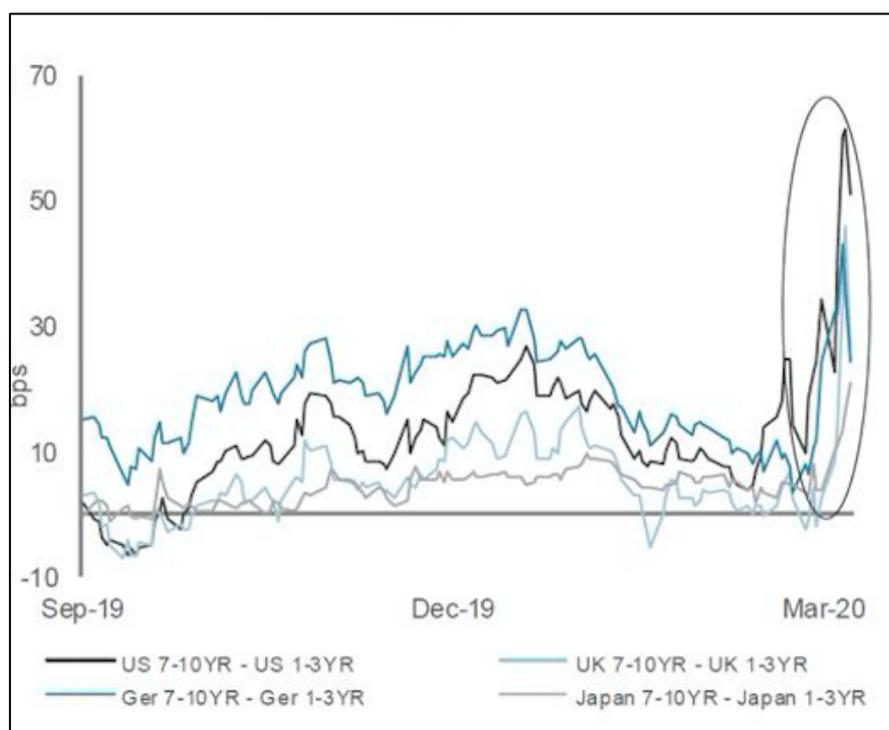
In molti sono convinti che tutto questo si ripercuoterà ancor più gravemente sull'economia reale di quanto non sia accaduto con la Grande Recessione 2008 e della successiva legata ai debiti sovrani.

Secondo Stiglitz nel 2008 si è avuta una crisi di tipo finanziario mentre quella odierna è molto più complessa. *“La politica monetaria da sola non sarà sufficiente perché i tassi di interesse in Europa sono già bassi, prossimi allo zero. Stessa cosa negli Stati Uniti. L'interrogativo allora è: funzionerà invece la politica fiscale?”* (Stiglitz, 2020). Quest'ultima dovrà essere ancora più efficiente e diretta rispetto a quella messa in atto per la crisi del 2008, secondo lo stesso premio Nobel. Lo shock inizialmente legato all'offerta si è tradotto ben presto in uno shock anche della curva di domanda. Purchè la Fed sia già intervenuta con un ulteriore abbassamento dei tassi dell'1% il mercato di Wall Street ha subito un drastico crollo e nonostante

lo sforzo e le politiche monetarie attuate anche sul fronte europeo, è possibile dire che queste siano risultate nella pratica inutili. Saranno quindi i singoli stati a dover aumentare la propria spesa pubblica poiché oltre, alla salute dei propri cittadini, dovranno sostenere i mercati e in generale l'economia reale⁴⁸.

L'attività economica in Europa subirà profondi mutamenti negativi, riducendosi in maniera pronunciata e le misure intraprese dalle Banche Centrali e dai singoli governi non potranno fare altro che attenuare questo processo senza però poter far nulla per evitarlo. Saranno sicuramente di fondamentale importanza le misure volte a garantire il benessere e la salute dei singoli cittadini, ma saranno anche di vitale importanza le politiche monetarie e fiscali volte a garantire liquidità nel settore bancario e finanziario, tutelando il fabbisogno di finanziamento e di credito verso le imprese. È facile intuire che in una situazione simile, con la spesa dei privati al minimo e con un'economia vacillante, qualunque tipologia di difficoltà o criticità nell'attività di credito si tradurrebbe immediatamente in un aumento degli effetti negativi derivanti dal Covid-19.

Figura n°19: Curve dei rendimenti dei titoli del debito statunitensi (US), tedeschi (Ger), inglesi (UK) e giapponesi (Japan)



Fonte: Robin Marshall “Steepening yield curves in March – looking beyond the Covid-19 crisis?” FTSE Russell (7 aprile 2020) (Dati del 31 marzo 2020)

⁴⁸ QuiFinanza “Perché questa sarà una crisi peggiore del 2008” (17 Marzo 2020)

Le curve dei rendimenti dei titoli del debito sovrano di molti paesi, come Stati Uniti, Germania, Gran Bretagna e Giappone (Figura n°19) si sono alzate ed hanno mostrato forti dispersioni. Anche i grafici dei titoli *risk-free* mostrano un innalzamento della curva degli stessi, tutto ciò si traduce in forti complicazioni all'interno del meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie, minando la solidità del livello dei prezzi.

3.4.1 Confronto delle politiche monetarie attuate da BCE e Fed

Con l'aggravarsi della pandemia del *Coronavirus* nel marzo 2020, sia la Banca centrale europea sia la Federal Reserve negli Stati Uniti hanno adottato misure di politica monetaria di vasta portata. Diverse decisioni prese a partire da Marzo 2020, vedono le banche centrali attuare importanti tagli ai tassi di interesse principali, annunciato programmi per fornire liquidità alle banche, ampliando i programmi di acquisto di obbligazioni esistenti o istituendone di nuovi, specifici per il *Coronavirus*. La portata di queste misure è enorme e paragonabile ai primi round di acquisti di obbligazioni da parte degli Stati Uniti a seguito dello scoppio della crisi finanziaria globale del 2008/2009 e dalla BCE durante la crisi del debito sovrano europeo iniziata nel 2010. Sebbene le attuali reazioni di politica monetaria delle banche centrali europee e statunitensi siano abbastanza simili in linea di principio, ci sono state differenze notevoli nelle rispettive posizioni di partenza della politica monetaria. Pertanto, si pone la questione di quanto questi impulsi possano contrastare le conseguenze economiche della pandemia di coronavirus nelle rispettive economie.

A causa dell'attuale mancanza di dati, non è ancora possibile quantificare l'impatto di queste misure espansive sugli sviluppi macroeconomici, tuttavia è possibile determinare se e in che modo le recenti misure di politica monetaria abbiano influito sui rendimenti dei titoli di Stato e sui prezzi delle azioni in vari paesi e settori economici. I titoli di Stato sono generalmente considerati liquidi e privi di rischio e servono al mercato come valori a cui riferirsi per i tassi sui prestiti. Le misure espansive convenzionali e non convenzionali mirano a ridurre quest'ultimi, sostenendo così la continuità dell'attività creditizia e di conseguenza la domanda aggregata. Pertanto, la risposta al rendimento dei titoli di Stato può essere utilizzata per effettuare una valutazione iniziale dell'effetto delle misure in atto. Inoltre, l'aumento del prezzo delle azioni dovrebbe fornirci ulteriori risposte alla domanda: Le prospettive economiche delle imprese sono cambiate in modo significativo?

Le misure della Banca Centrale Europea

La BCE ha reagito con tre importanti decisioni di politica monetaria a marzo per stabilizzare l'economia reale, sofferente degli effetti economici della pandemia in corso. Il 12 marzo 2020, quando la situazione in Italia è peggiorata e il *Coronavirus* si è diffuso rapidamente in altri Stati membri, durante la sua riunione ordinaria, la BCE ha annunciato che avrebbe ampliato l'attuale programma di acquisto di obbligazioni su scala moderata con dotazioni finanziarie complessive di 750 miliardi di euro, pari al 7,3% del Prodotto Interno Lordo dell'Eurozona. Inoltre, la fornitura mirata di liquidità tramite programmi esistenti è stata

estesa o ulteriormente facilitata. La seconda importante decisione è seguita il 18 marzo con l'annuncio di un programma di acquisto di obbligazioni specifico per la pandemia il c.d. *Pandemic Emergency Purchase Program* – **PEPP** che intende aumentare il volume delle obbligazioni detenute dalla BCE di circa il 30 per cento. Per adesso cercando di sommare la portata dei singoli strumenti messi a disposizione dalla BCE e considerando anche l'ultimo arrivato Recovery Fund, l'Unione Europea alzerà il proprio bilancio a 1.100 miliardi di euro nel lasso di tempo compreso tra il 2021-2027. Sarà quindi reso accessibile ai singoli organi comunitari una quota pari al 2% del Prodotto Interno Lordo totale dell'UE, rispetto al precedente 1%. La variazione appena esposta sarà attuata per l'intero periodo di emergenza anche se non è possibile escludere la sua proroga fino al 2027. Le azioni intraprese dalla Banca Centrale Europea sono quindi:

- *Pandemic Emergency Purchase Program - PEPP*

Con questo programma di acquisti la BCE agirà con lo scopo di raggiungere gli obiettivi del proprio mandato, passato ad essere dal “solo” mantenimento dell'inflazione ad un livello prossimo al 2% annuo, alla generale stabilità del sistema economico e finanziario della Zona Euro e la difesa della sua moneta⁴⁹. Il PEPP permetterà alla BCE di aumentare in maniera più che consistente la gamma di titoli accettabili nel proprio portafoglio, che potranno avere una durata compresa tra 70 giorni e 30 anni. È importante tenere presente che sia i titoli Greci che quelli di tutti gli stati membri potranno essere oggetto di intervento. Saranno inoltre acquistabili le emissioni della Bei (*Banca europea degli investimenti*), e del MES (*Meccanismo europeo di stabilità*).

- *Modifica nel limite di azioni detenibili dalla BCE*

L'ultima importante decisione di politica monetaria ha riguardato la modifica del limite massimo di azioni 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 il sospetto di finanziamenti del settore pubblico. Questo limite è stato abolito il 25 marzo 2020. Nel complesso, l'espansione degli acquisti di obbligazioni da parte della BCE non ha avuto un impatto sui rendimenti obbligazionari nell'area dell'euro, che sono rimasti nella media dell'Unione Monetaria europea. In particolare, il primo annuncio del 12 marzo e il secondo annuncio del PEPP il 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 spostata verso l'alto nei giorni nei quali questi interventi sono stati annunciati, sebbene questo aumento dei rendimenti sia significativo solo per i titoli di Stato con scadenze lunghe. La situazione è cambiata, tuttavia, in seguito all'annuncio del 15 marzo con cui è stata dichiarata la variazione del limite massimo di acquisti di attività. Ciò ha spostato la curva dei rendimenti verso il basso come desiderato. Alla luce dell'alta volatilità

⁴⁹ “Bce: Pepp, che cos'è il nuovo programma di acquisto titoli di Stato e perché riesce ad abbattere lo spread” (Marco Sabella - 26 marzo 2020)

riscontrata sui mercati obbligazionari durante la pandemia di *Coronavirus*, anche questo calo non può essere considerato significativo.

- *Recovery Fund*⁵⁰

Su proposta di Francia e Germania, il 27 maggio 2020, la Commissione Europea ha deciso di approvare un modello potenziato di *Recovery Fund* e nel giorno 21 luglio 2020 il Consiglio Europeo ha annunciato, alle 5.31 di mattina, il raggiungimento dell'accordo dopo quasi un'intera giornata di contrattazione. Inizialmente le problematiche non sono mancate. Le caratteristiche del piano sono state generalmente approvate, ma diversi sono stati i paesi, tra cui gli intransigenti del nord Europa, Olanda in testa, che hanno richiesto di apportare consistenti modifiche. A sostegno invece del *Recovery Fund* si sono schierati Spagna, Francia, a gran voce l'Italia e, caso davvero incredibile, per la prima volta la rigorosa Germania, che hanno appoggiato il programma attuale, non escludendone addirittura un intervento più vigoroso in caso di necessità. La configurazione che inizialmente prevedeva 500 miliardi di euro legati a progetti di sovvenzione e 250 miliardi da utilizzare come prestiti agevolati, è stata modificata in 390 come sovvenzioni a fondo perduto ("*grants*") e 360 come prestiti diretti ai singoli stati ("*loans*"). Tali fondi saranno raccolti tramite il collocamento di titoli obbligazionari e bond sui mercati internazionali, e sarà effettuata la redistribuzione degli introiti agli stati, in base alle relative necessità. Il piano è stato chiamato "*Next Generation EU*" e per quanto riguarda il caso Italia possiamo dire che quest'ultima sarà il beneficiario principale, ricevendo fino a 209€ miliardi da investire tra il 2021 ed il 2023, dei quali 81.4€ miliardi saranno sotto forma di sovvenzione mentre 127€ miliardi saranno sommati al debito italiano. Nella classifica dei paesi da sostenere tramite *grants* al secondo posto troviamo la Spagna, con circa 73 miliardi di euro, a seguire la Francia con 40 miliardi, la Polonia con 33 miliardi, Germania con 27 miliardi ed infine Grecia, Romania e Portogallo rispettivamente con 19,18 e 16 miliardi di euro. Per ciò che concerne invece i *loans* subito dopo Italia, Spagna e Romania sono stati inclusi anche Repubblica Ceca, Portogallo, Grecia ed Ungheria. In generale è necessario evidenziare che il piano in questione è il primo grande passo verso l'integrazione fiscale europea, che vedrà l'UE fraporsi fra i singoli paesi ed il mercato, dando vita così ad un valido aiuto volto ad abbattere i costi inerenti i finanziamenti per tutti quegli stati che, in caso contrario, si sarebbero ritrovati a dover reperire fondi e risorse in maniera completamente autonoma.

- *Meccanismo Europeo di Stabilità - MES*

Dalla trasformazione del Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria è nato il *Mes* ovvero il Meccanismo Europeo di Stabilità. È un organo intergovernativo che ha lo scopo di prestare capitali ai paesi europei che ne presentano una assoluta e reale necessità ecco perché, se non in presenza di queste caratteristiche, non viene mai ceduto. Nel momento che il MES va ad intervenire, recupera dal mercato liquidità e capitali che

⁵⁰ C. Volpe "Recovery Fund approvato: 750 miliardi con debito comune UE" – Starting Finance (28 maggio 2020)

presentano tassi contenuti avendo una base certa e concreta di 80 miliardi di euro, raccolta grazie al pagamento effettuato dai singoli stati al momento dell'entrata nell'UE. Questo recupera fondi da mercati a basso costo al fine di ricavarne, quanto più possibile, capitali eventualmente necessari a situazioni di estremo bisogno economico. Quando interviene, elargisce denaro liquido, ottenuto grazie alla vendita di obbligazioni sui mercati finanziari che viene utilizzato per ricapitalizzare lo stesso sistema bancario del paese che lo riceve. Per avviare questo passaggio c'è bisogno del "*programma di aggiustamenti macroeconomici*" che, il paese che ottiene prestiti, deve mettere in atto al fine di dimostrare di fatto l'assoluto diritto a ricevere tale finanziamento. In questo periodo di crisi legato al Covid-19, il MES, termine fino a poco tempo fa sconosciuto ai più, ha fatto parlare di sé. Quale stato di effettiva necessità per il nostro Paese se non quello che stiamo attraversando? Ecco così che Bruxelles interviene concedendone una quota senza condizioni o a condizioni limitate, con l'unico scopo di contrapporsi ad una crisi generalizzata che, soprattutto, ha colpito la salute non solo degli italiani ma di gran parte dei cittadini dell'Ue. Il MES riesce a raccogliere capitali a tassi contenuti perchè ha una solida base di 80 miliardi versata dai paesi partecipanti all'euro. Questi 80 miliardi non possono essere prestati ai paesi in difficoltà, ma vengono investiti e tenuti da parte a garanzia per le sue attività. Quando il MES deve intervenire, emette delle obbligazioni che vende ai mercati. Con il denaro raccolto a sua volta presta liquidità ai paesi in difficoltà per investimenti o per ricapitalizzare indirettamente il sistema bancario.

- *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency - SURE*

Lo SURE ha messo a disposizione circa 80 miliardi di euro, di cui 27,4 miliardi all'Italia, grazie ad un fondo di sostegno alla cassa integrazione dei paesi membri. Si tratta di un organismo europeo creato per combattere la disoccupazione provocata nel periodo di emergenza provocata proprio dal Covid-19 rivolgendosi alle zone più colpite dal virus. L'intervento in questione è stato annunciato il 2 aprile 2020 dalla stessa Presidentessa della Commissione europea Ursula Von der Leyen.

Contrariamente alle aspettative, i primi due annunci di politica monetaria del 12 e 18 marzo hanno avuto un impatto ampiamente negativo sui mercati azionari di tutti i paesi in esame (Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi e Spagna). Gli indici azionari sono diminuiti del 10-15 % in modo notevole il 12 marzo e di ulteriori cinque punti percentuali il 18 marzo (tranne che in Italia). I settori più colpiti dalla caduta dei prezzi dopo il primo annuncio sono stati i settori automobilistico, dei servizi pubblici e bancari, mentre i settori della sanità e della tecnologia, nonché il commercio di prodotti alimentari e farmaceutici sono stati colpiti solo in maniera moderata. I settori petrolifero, del gas, della produzione industriale e automobilistico e tecnologico sono stati particolarmente colpiti invece dopo il secondo annuncio: i prezzi delle azioni sono infatti scesi tra i cinque e i dieci punti percentuali. Purchè il 25 marzo sia stata osservata una ripresa dei corsi azionari tra il 2 e il 5%, è necessario tenere in considerazione della volatilità generalmente elevata degli indici azionari

nelle settimane successive allo scoppio della pandemia di coronavirus, di conseguenza, non è possibile parlare di un movimento significativo dei prezzi.

Finora le espansive misure di politica monetaria della BCE hanno avuto scarso effetto stabilizzante sui mercati finanziari. Al contrario, il forte calo dei prezzi delle azioni a seguito delle prime due decisioni di politica monetaria suggerisce ancora una volta l'invio di un segnale negativo agli operatori del mercato in merito alle prospettive economiche nell'area dell'euro.

Le misure della Federal Reserve Bank

In vista della pandemia di *Coronavirus*, la Fed ha preso tre importanti decisioni di politica monetaria nel marzo 2020:

- *Taglio dei tassi*

L'improvviso aumento del numero di persone infettate alla fine di febbraio 2020, in particolare in Corea del Sud e in Italia, ha spinto il *Federal Open Market Committee* (FOMC) a decidere, durante una riunione non programmata del 3 marzo, di tagliare il tasso di interesse principale di 50 punti base raggiungendo l'1,25 %, per contrastare i possibili rischi economici derivanti da un'ulteriore diffusione del virus.

- *Ulteriore taglio dei tassi e piano di acquisto di obbligazioni*

La seconda, probabilmente più ampia, decisione è stata presa il 15 marzo, quando il FOMC ha annunciato la ripresa degli acquisti di obbligazioni per un totale di 700 miliardi di dollari ed ha ridotto il tasso di interesse chiave di ulteriori 100 punti base. Questo secondo passo straordinario è stato presumibilmente indotto dalla rapida crescita del *Coronavirus*. L'11 marzo 2020, l'*Organizzazione mondiale della sanità* (OMS) ha dichiarato l'inizio della pandemia negli USA, che hanno di conseguenza iniziato a vedere un aumento esponenziale del numero di persone infette.

- *Annuncio di acquisto di attività a tempo indeterminato*

Nel corso del mese, la situazione è peggiorata ulteriormente, con il governo degli Stati Uniti che ha annunciato ampie misure di politica fiscale integrate da una dichiarazione della Fed risalente alla data del 23 marzo 2020. In quest'ultima decisione, la Federal Reserve ha annunciato che avrebbe continuato ad acquistare attività a tempo indeterminato.

I rendimenti dei titoli di stato hanno reagito in modo diverso a queste tre decisioni. Il primo taglio del tasso di interesse chiave degli Stati Uniti il 3 marzo 2020, non ha avuto effetti significativi sulla curva dei rendimenti. Tuttavia, la reazione è stata diversa all'annuncio del 16 marzo. In questa data i rendimenti dei titoli di stato di tutte le scadenze sono diminuiti di circa 0,2 punti percentuali. Rispetto alla volatilità osservata dei rendimenti dei titoli di Stato dallo scoppio del virus, questo è un calo ben visibile e da considerare significativo. Inoltre, la promessa fatta dalla Federal Reserve il 23 marzo ha avuto anche un accentuato effetto di riduzione dei tassi d'interesse sui titoli di Stato a lungo termine. Si può quindi affermare

che gli annunci di acquisti di obbligazioni, in particolare, hanno avuto un effetto espansivo sui mercati dei capitali statunitensi.

Le misure di politica monetaria di ampia portata adottate sia dalla BCE che dalla Fed non sono state in grado di invertire il calo dei corsi azionari da febbraio 2020. Tuttavia, la Fed è, almeno, riuscita a ridurre significativamente i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi rilanciando il suo programma di acquisto di obbligazioni e l'annuncio di acquisti illimitati di obbligazioni. Al contrario, gli impulsi della politica monetaria della BCE non hanno quasi avuto alcun effetto sui mercati dei titoli di Stato europei, nonostante il programma obbligazionario specifico del Coronavirus. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che le misure adottate dalla BCE inizialmente hanno deluso le aspettative degli operatori del mercato a causa di una forte titubanza ed attesa nella loro attuazione. In considerazione del persistentemente basso livello dei tassi di interesse, l'espansione degli acquisti di titoli non è stata in grado di indurre gli investitori a riallineare i loro portafogli di attività. Sembrava anche problematico il fatto che al momento dell'annuncio del PEPP, la BCE continuasse a detenere un massimo di un terzo dei titoli di Stato per un solo paese. È probabile che ciò abbia smorzato l'efficacia del programma per la pandemia, poiché per alcuni paesi questo limite era già stato raggiunto prima dello scoppio del *Coronavirus*.

Si può tuttavia presumere che un'adeguata offerta di liquidità per il settore bancario nel prossimo futuro contribuirà a far fronte agli effetti della seconda fase della pandemia, come il gran numero di crediti deteriorati che saranno sicuramente presenti nei bilanci della maggior parte degli enti creditizi. In considerazione della politica monetaria già molto espansiva, tuttavia, il margine di manovra delle banche centrali è generalmente molto limitato⁵¹. Ciò rende ancora più importante che le misure di politica monetaria siano affiancate da misure mirate di politica fiscale che stabilizzino la domanda aggregata nell'area dell'euro ed occorrerà trovare rapidamente soluzioni, in particolare per paesi già in difficoltà e già in crisi come Italia o Spagna.

⁵¹ P. Angelini e G. Gobbi “*Iniziative della Task Force per la liquidità del sistema bancario nell'emergenza sanitaria*” (Roma, 15 aprile 2020)

CONCLUSIONI

Nel momento in cui si è delineata l'idea di procedere nella stesura di questo elaborato, l'obiettivo principale è stato quello di portare avanti la ricerca e lo studio di informazioni relative alla nascita e all'evoluzione delle due principali Banche Centrali del mondo. Di pari passo si è voluto andare ad approfondire i cambiamenti che, grazie alle misure adottate da queste istituzioni, sono stati posti in atto in conseguenza alla profonda crisi scaturita negli anni 2007-2008.

Dall'analisi dei dati, emerge il fatto che le politiche monetarie convenzionali di BCE e Fed non fossero più in grado di affrontare una situazione straordinaria ed incerta come quella legata al sorgere della bolla speculativa esplosa dapprima negli Stati Uniti e rimbalzata poi nel resto del mondo. La situazione ha infatti richiesto ben presto strategie ed interventi del tutto nuovi, non convenzionali, volti a contenere e limitare i danni all'economia reale di molti paesi rimasti coinvolti.

L'operato delle due istituzioni bancarie principali prese in esame è stato, sia nel continente europeo che in quello americano, estremamente utile ed importante per evitare il collasso di tutto il sistema finanziario in generale, garantendo aiuti ed interventi volti a diminuire il rischio di *credit crunch*.

Nei primi sviluppi della crisi è possibile affermare che le due Banche abbiano utilizzato tecniche d'azione simili seppur la Banca Centrale Europea, rispetto alla Federal Reserve, abbia assunto rischi più limitati, impegnandosi sì a far credito ma in cambio di maggiori garanzie. In Europa, le prime MROs implementate, non hanno creato quell'impulso necessario all'attività bancaria e creditizia ai privati, per via della propensione delle banche ad aumentare, con il surplus di liquidità, i depositi presso la Banca Centrale o investimenti in altre attività. In ogni caso queste misure hanno evitato il collasso dell'intero sistema finanziario e allo stesso tempo dell'attività di credito, garantendo liquidità all'attività bancaria e in generale ai singoli stati. Le prime LTROs, così come le operazioni di CBPP, hanno sicuramente contribuito a migliorare la condizione monetaria generale all'interno della zona Euro, permettendo di scongiurare in buona parte la crisi del debito sovrano iniziata nel 2010-2011, e apportando benefici a quegli stati con un sistema finanziario più avanzato che non erano stati particolarmente colpiti da quella in atto. Abbassare il corridoio dei tassi vicino allo zero ha obbligato le banche ad agire in una situazione di mediocri margini di profitto, non riuscendo a semplificare il decremento della leva finanziaria e nemmeno i rischi legati agli enti creditizi, fornendo però stimoli ad un maggior consolidamento del sistema bancario.

In un secondo momento, grazie alle operazioni di SMP e OMT, la BCE ha lanciato un forte segnale impattando in maniera diretta e positiva sui rendimenti, grazie anche all'utilizzo di strategie come quella di *forward guidance*, volta al miglioramento della comunicazione e dell'informazione ai singoli agenti economici. La BCE ha poi posto in atto politiche di acquisto di titoli mirate e di APP, evitando la caduta dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi e scongiurando una depressione di enorme portata provocata dal peggioramento dell'attività di credito, di finanziamento e di concessione di mutui da parte degli enti bancari.

Conclude l'elaborato l'analisi delle misure intraprese di fronte ad una nuova crisi economica, quella del 2020, scaturita dal diffondersi di una pandemia, la *Sars-CoV-2* o *Covid-19*, partita dalla Cina e diffusasi ovunque immediatamente. L'Italia risulta, nel momento in cui scriviamo, il paese più colpito in Europa ma la minaccia incombe ovunque e i casi colpiti aumentano in maniera vertiginosa, giorno dopo giorno, in tutto il mondo.

Ancora una volta BCE e Fed vengono chiamate in primis ad intervenire onde evitare una crisi senza precedenti. La situazione è tanto improvvisa quanto incerta e richiede, di fronte ad eventi eccezionali, interventi immediati e decisi.

Vengono quindi presentate le soluzioni e le strategie di politica monetaria volte a contenere una crisi che, ancor più rispetto al passato, sta colpendo chiunque senza distinzione di sorta. L'Europa si è in principio rivelata titubante, Christine Lagarde, succeduta nel 2019 a Mario Draghi nella conduzione della Banca Centrale Europea, ha mostrato inizialmente perplessità circa il ruolo da sostenere nella ricerca di soluzione alla crisi, affermando che il compito della BCE non è quello di intervenire a sostegno dei paesi europei coinvolti, mettendo così a dura prova la credibilità delle istituzioni legate a Bruxelles. Nel giro di pochi giorni ha cambiato rotta impegnandosi subito ad intervenire in qualunque modo al fine di traghettare l'Eurosistema lontano dai pericoli e dai rischi derivanti dalla pandemia. A conferma di ciò sottolinea che *“ulteriori sforzi internazionali saranno necessari per contrastare le conseguenze dello scoppio della diffusione del Coronavirus”* (Lagarde, 2020) rafforzando la fiducia nel ruolo fondamentale di una Europa che, dimostrando la propria unità, potrà uscire ancora una volta da una crisi economica senza precedenti.

Ricordando la frase di Nouriel Roubini, citata nell'introduzione dell'elaborato, è possibile concludere che mentre anni fa lo starnuto americano scatenava un raffreddore mondiale, di questi tempi è necessario tenere a mente il peso che l'economia cinese ha ormai assunto e di quanto un suo starnuto possa oggi rivelarsi una polmonite mondiale.

BIBLIOGRAFIA

Alan S. Blinder (2010) “*Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies*” Saint Louis, Missouri

Banca Centrale Europea (2004) “*La politica monetaria della BCE*”, Frankfurt am Main

Banca d'Italia (2015), “*Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*”, Questioni di Economia e finanza n.270.

Banca d'Italia (2015), “*L'area dell'euro*”, Bollettino Economico n.2

Banca d'Italia (2016) “*Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*”, Bollettino

Bernanke, B., Reinhart, V. R. and Sack, B. P. (2004), “*Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment*” Finance and Economics Discussion Series No. 2004- 48.

Cahn, Julien Matheron and Jean-Guillaume Sahuc (December, 2014), “*Document de travail n° 528 - Assessing the macroeconomic effects of LTROs*”

Carlo Scognamiglio Pasini (2016), “*Economia Industriale, Economia dei mercati imperfetti*”, LUISS University Press

Casiraghi M., E. Gaiotti, L. Rodano and A. Secchi (2013), “*The impact of unconventional monetary*

policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis”, Banca d'Italia Occasional Papers, No. 203.

Cœuré, B. (2017), “*Monetary policy in non-standard times*”, Workshop sul discorso del membro del comitato esecutivo della BCE, Frankfurt am Main.

Cova P. and Ferrero G. (2015), “*Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema*”, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) n.270, Banca d'Italia.

C. Volpe (28 maggio 2020), “*Recovery Fund approvato: 750 miliardi con debito comune UE*”

ECB (2009-2016), “*Economic and Financial*”, “*Market operations*”, Monthly Bulletin. ECB (2009-2016), “*Governing Council decisions on non-standard measures*”, Monthly Bulletin.

ECB (2009-2016), “*Monetary Policy Decisions*”, Press Release.

ECB (2009-2017), “*The euro area economy, the ECB's monetary policy and the European Financial Sector*”, Annual Report.

ECB (2012), “*Technical features of Outright Monetary Transactions*”, Press Release. Economico n.2.

Enrico Marelli e Marcello Signorelli (Torino, 2015), *“Politica economica. Le politiche nel nuovo scenario europeo e globale”*, Giappichelli editore.

European Central Bank: (2011), *“The monetary policy of the ECB”*. (2000)” Bollettino mensile luglio 2000.

Francesco Daveri (14 settembre 2011), *“Come finirà la saga dei debiti sovrani”*, Il Fatto Quotidiano

Francesco Gavazzi e Alessia Amighini (2009), *“La crisi del 2007-2010”* Blanchard, Macroeconomia, Il Mulino

Fredric S. Mishkin, Stanley G. Eakins, Elena Beccalli (Settembre 2019), *“Istituzioni e mercati finanziari”* Nona Edizione, Pearson

Heijmans R., Heuver R., Gorgi Z., (2016), *“How to monitor the exit from the Eurosystem’s unconventional monetary policy: Is EONIA dead and gone?”*.

Jäger J. and Grigoriadis T. (2017), *“The effectiveness of the ECB’s unconventional monetary policy: Comparative evidence from crisis and non-crisis Euro-area countries”*, Journal of International Money and Finance Vol. 78, pp. 21–43.

Jean Pisani-Ferry, Guntram B. Wolff (Gennaio, 2012), *“Propping Up Europe?”*

Keynes, J. M. (1936), *“Teoria generale dell’occupazione, dell’interesse e della moneta”*, Utet Libri, Torino

Krishnamurthy, A., and Vissing-Jorgensen, A., (2011), *“The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”*, NBER Working Paper No. 1755

Mankiw N. G. (2009), *“Macroeconomia”*, Settima edizione italiana, Zanichelli

Marcello Minenna (24 febbraio 2015), *“Anamnesi dell’euro e possibili cure”*

Marco Sabella, (26 marzo 2020), *“Bce: Pepp, che cos’è il nuovo programma di acquisto titoli di Stato e perché riesce ad abbattere lo spread”* (26 marzo 2020)

Mishkin, Frederic S. (February 1996), *“The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy.”* NBER Working Paper No. 5464, National Bureau of Economic Research.

Mody, A. (2019), *“The ECB has reached its political limits. Its consequences in eight charts”*, CEPR Policy Insight.

Mody, A. and Nedeljkovic, M. (2019), *“The ECB performance during the crisis: Lessons learned”*, VOC CEPR Policy Insight

Neely C., & Fawley B. (2013), *“Four stories of Quantitative Easing”*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review.

P. Angelini e G. Gobbi (Roma, 15 aprile 2020),
“*Iniziativa della Task Force per la liquidità del
sistema bancario nell'emergenza sanitaria*”

Panetta, F. et al. (08/2006), “*The recent behaviour
of financial market volatility*”, Banca d'Italia,
Questioni di economia e finanza, n. 2.

Robin Marshall (7 aprile 2020), “*Steepening yield
curves in March – looking beyond the Covid-19
crisis?*” FTSE Russell.

Salvatore Nisticò, (7 maggio 2019), “*Perché il Qe
non ha prodotto inflazione*”, lavoce.info.

Taylor John B. (settembre 2007), “*Housing and
Monetary Policy*”.

Williams, J.C. (2014), “*Monetary Policy at the
Zero Lower Bound: Putting Theory into Practice*”,
in David Wessel (ed) “*Central Banking after the
Great Recession: lessons learned, challenges
ahead*” Brookings Institution, January 16

SITOGRAFIA

www.bancaditalia.it

www.bloomberg.com

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.ecb.europa.eu

www.ft.com

www.ilsole24ore.com

www.investopedia.com

www.istat.it

www.nytimes.com

www.placeduluxembourg.wordpress.com

www.federalreserve.gov

library.weschool.com/lezione/le-banche-centrali-19902.html

www.europarl.europa.eu/portal/it