

Dipartimento  
di Economia e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

# **L'evoluzione degli strumenti di politica monetaria**

Prof. Pietro Reichlin  
RELATORE

Maria Bruni Matr. 222421  
CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

*Ai miei genitori e a mia sorella,  
per tutto l'amore  
che non sarò mai in grado di ripagare.*

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>5</b>
<b><u>CAPITOLO I – UNA PANORAMICA SULLA BANCA CENTRALE EUROPEA</u></b>	<b><u>6</u></b>
1.1 NASCITA, STRUTTURA E FUNZIONI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA	6
1.2 OBIETTIVI PERSEGUITI E LIVELLO DI INDIPENDENZA DELLA BCE	8
1.2.1 LE RAGIONI ALLA BASE DELLA SCELTA DEL MODELLO TEDESCO	11
1.3 IL BILANCIO DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA: UN’ANALISI DELLO STATO PATRIMONIALE	12
1.3.1 L’EVOLUZIONE DEL BILANCIO DELLA BCE	14
<b><u>CAPITOLO II – GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA CONVENZIONALI E NON CONVENZIONALI</u></b>	<b><u>17</u></b>
2.1 IL MERCATO DELLE RISERVE E IL RUOLO IN ESSO SVOLTO DALLA BANCA CENTRALE	17
2.2 GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA CONVENZIONALI	19
2.2.1 OPERAZIONI DI MERCATO APERTO	19
2.2.2 STANDING FACILITIES E TASSI DI INTERESSE SULLE RISERVE	20
2.2.3 COEFFICIENTE DI RISERVA OBBLIGATORIA	21
2.3 GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA NON CONVENZIONALI	22
2.3.1 ZERO LOWER BOUND	23
2.3.2 FORWARD GUIDANCE	24
2.3.3 FORNITURA DI LIQUIDITÀ NEL LUNGO PERIODO	25
2.3.4 QUANTITATIVE EASING	26
2.3.5 TASSI DI INTERESSE NEGATIVI	27

**CAPITOLO III - L'EVOLUZIONE DEGLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA: DALLA  
CRISI DEL 2007-2008 ALLA CRISI DA COVID-19** **29**

---

3.1 DINAMICHE DI UNA CRISI FINANZIARIA	29
3.2 LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008: UN QUADRO GENERALE	30
3.2.1 LA PRIMA FASE: L'ARRIVO DELLA CRISI NEL MERCATO EUROPEO	32
3.2.2 LA SECONDA FASE: L'ESPLOSIONE DELLA CRISI	33
3.2.3 LA TERZA FASE: LA GRADUALE USCITA DALLA CRISI	34
3.3 LA CRISI DEL DEBITO SOVRANO EUROPEO	35
3.4 LA CRISI DA COVID-19	38
<b>CONCLUSIONE</b>	<b>42</b>
<b>RINGRAZIAMENTI</b>	<b>43</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>44</b>

## INTRODUZIONE

Il lungo cammino che ha portato alla creazione dell'Unione Europea e, successivamente, all'introduzione della moneta unica per diciannove degli Stati Membri, ha legato tra loro realtà molto diverse che, però, condividevano lo stesso obiettivo. La rinuncia a parte della propria sovranità e l'affidamento ad un'istituzione cui si conferisce il potere dell'attuazione della politica monetaria nell'Eurozona costituiscono tappe essenziali di un percorso mirato all'intensificazione dei rapporti esistenti e alla creazione di un vero e proprio organismo con funzioni centralizzate.

L'obiettivo dell'elaborato è quello di analizzare come, dalla sua nascita fino ad oggi, la citata istituzione, ovvero la Banca Centrale Europea, abbia messo in atto le proprie decisioni, attraverso l'utilizzo di appositi strumenti di grande importanza e in continua evoluzione. Verrà innanzitutto presentata una descrizione della Banca Centrale Europea, prestando particolare attenzione non solo ai propri tratti fondamentali – quali l'organizzazione, le funzioni, gli obiettivi – ma anche a come sia composto il proprio bilancio e all'impatto che quest'ultimo ha subito a seguito delle politiche attuate.

Successivamente, si analizzeranno gli strumenti attraverso i quali avviene l'implementazione della politica monetaria, distinguendo gli stessi tra convenzionali e non convenzionali, e se ne osserveranno gli impatti sulla domanda e sull'offerta delle riserve nel relativo mercato e sul bilancio della banca centrale.

In ultimo, si descriverà come la Banca Centrale Europea abbia reagito, dal momento della sua nascita, a episodi di gravi difficoltà: innanzitutto, si attraverserà la fase relativa alla crisi finanziaria del 2007-2008, che tanto ha sconvolto mercati e istituzioni a livello mondiale, in seguito si affronterà la crisi del debito sovrano, che ha continuato ad affliggere l'Eurozona nel periodo successivo alla Grande recessione; infine, si presenterà l'anomalo momento storico che si sta attualmente vivendo, caratterizzato dalla presenza del COVID-19, e che ha nuovamente come soggetto l'intero globo.

Si concluderà con una riflessione che riprende brevemente gli argomenti affrontati all'interno del testo.

# CAPITOLO I

## 1.1 Nascita, struttura e funzioni della Banca Centrale Europea

La firma del Trattato sull'Unione Europea (TUE), passato successivamente alla storia con il nome di Trattato di Maastricht, nel febbraio del 1992, fu il passo decisivo verso la concretizzazione della già avviata integrazione economica europea. Il Trattato diede vita alla nozione di “cittadinanza europea” e contribuì all'intensificazione dei rapporti tra gli Stati aderenti oltre i confini della collaborazione economica; inoltre, portò con sé il più sostanzioso cambiamento, che segnò una svolta rispetto al precedente periodo, caratterizzato da una maggiore frammentazione ed indipendenza degli Stati appartenenti a ciò che era allora noto come Comunità Economica Europea<sup>1</sup>, nonché la creazione di una moneta unica. L'euro fu introdotto nel 1999 inizialmente come moneta di conto, per poi diventare moneta effettiva nel gennaio del 2002. Al momento dell'introduzione dell'euro, gli Stati i cui requisiti rispecchiavano effettivamente i criteri di convergenza, necessari ai fini dell'adozione della moneta unica, erano undici dei quindici stati membri dell'Unione; col tempo, gli stati che hanno adottato l'euro sono aumentati così come quelli appartenenti all'area dell'UE, passando, al 2020, rispettivamente a diciannove rispetto ai ventisette stati che partecipano all'Unione Europea.

Ciò che, quindi, maggiormente costituì un elemento di innovazione risulta essere la decisione di più paesi diversi ed indipendenti di rinunciare a parte della propria sovranità in favore di un'istituzione sovranazionale dotata di elevato potere sulla moneta, a cui viene affidata la definizione e l'attuazione della politica monetaria nella cosiddetta “Eurozona”: la Banca Centrale Europea (BCE). La distinzione precedentemente citata e che ad oggi ancora persiste, seppur in diverse proporzioni all'interno dell'Unione Europea, tra gli Stati che avevano adottato l'euro e quelli che, al contrario, partecipavano all'Unione, mantenendo la propria moneta, si riflette anche nella forma organizzativa del sistema bancario; infatti, la creazione della Banca Centrale Europea si accompagna alla formazione di un ulteriore istituto, ovvero il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC). Il SEBC comprende tutte le banche centrali nazionali degli Stati appartenenti all'UE: è dunque, formato dalla Banca Centrale Europea, dalle banche centrali nazionali appartenenti all'Eurosistema e da tutte le restanti banche centrali nazionali degli Stati non aderenti all'euro alle quali è lasciata autonomia circa la gestione della politica monetaria nazionale. Per quanto riguarda il capitale sociale e lo stato patrimoniale della BCE, essi sono detenuti congiuntamente dalle banche centrali nazionali dei 28 stati membri dell'UE ed il calcolo delle quote di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE segue un processo che considera il peso percentuale di ognuno dei 28 Stati membri relativamente alla popolazione totale e al prodotto interno lordo dell'UE; ogni cinque anni, la BCE è tenuta ad adeguare le quote, tuttavia, ne ha il dovere anche nel caso in cui un nuovo paese dovesse aderire

---

<sup>1</sup> Con il Trattato di Maastricht, per riflettere maggiormente il cambiamento verso una più ampia convergenza in diversi settori, il nome della Comunità economica europea (CEE) viene sostituito da quello, attualmente utilizzato, di Unione Europea (UE).

all'Unione. Gran parte del capitale sociale è detenuto dai paesi appartenenti all'Eurozona, mentre una piccola frazione, attualmente corrispondente al 3,75%<sup>2</sup> è detenuta dalle banche centrali nazionali dei paesi al di fuori dell'area dell'euro. Risulta evidente, a questo punto, come la Banca Centrale Europea, costituisca il cuore pulsante della stessa Unione Europea ed è attraverso la propria attività che la politica monetaria può esser trasmessa in maniera capillare ad ogni diverso settore dell'area di sua competenza.

Nell'analisi del suo funzionamento, è, dunque, fondamentale osservare come essa si declini a sua volta in tre organi decisionali principali. Il primo organo da considerare, nonché il principale organo decisionale della BCE, è il Consiglio Direttivo, che è costituito dal presidente e dal vicepresidente della BCE, da quattro membri del Comitato Esecutivo e dai governatori delle BCN dei 19 paesi dell'area dell'euro. Ad esso è affidata la responsabilità di formulare la politica monetaria all'interno dell'area dell'euro; le decisioni vengono prese a maggioranza in base ad una distinzione che vede i cinque maggiori paesi dell'area dell'euro – Germania, Francia, Italia, Spagna e Olanda – condividere quattro diritti di voto, mentre i restanti 14 paesi condividono 11 diritti di voto. Accanto ad esso si colloca il Comitato Esecutivo, composto dal presidente e dal vicepresidente della BCE e da altri quattro membri nominati dal Consiglio Europeo; esso è principalmente responsabile dell'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro in conformità con le decisioni prese dal Consiglio Direttivo e si occupa di gestire gli affari correnti della BCE. Infine, è presente un terzo organo, il Consiglio Generale, che include il presidente e il vicepresidente della BCE e i governatori delle ventisette BCN degli Stati membri dell'UE e si occupa prevalentemente di rendere il più armonioso possibile la collaborazione tra gli Stati appartenenti all'area dell'euro e gli altri Stati Membri dell'UE e provvede, inoltre, alla raccolta di informazioni statistiche utili al normale svolgimento dell'attività della BCE. In base a quanto definito all'interno dello statuto del SEBC e della BCE, il Consiglio Generale ha natura transitoria e, nel momento in cui tutti gli Stati appartenenti all'UE avranno aderito all'euro, terminerà la propria funzione di giuntura tra le BCN fuori dall'euro e la BCE e potrà essere sciolto.

Per quanto concerne le funzioni fondamentali che sono state assegnate alla BCE, unitamente al SEBC, esse sono delineate all'interno del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea<sup>3</sup> (TFUE) all'articolo 127, paragrafo 2, che individua quattro compiti principali, di seguito elencati: 1) definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro; 2) svolgere operazioni sui cambi; 3) detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'euro (gestione di portafoglio); 4) promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Accanto alle citate funzioni fondamentali, la BCE si occupa anche di altre attività, tra cui si ricorda il diritto esclusivo all'emissione di banconote nell'Eurozona o ancora l'intrattenimento di relazioni ai fini della cooperazione sia all'interno dell'Unione Europea che a livello mondiale. Nell'assolvere ai propri compiti, la BCE ha l'obbligo di operare in base a criteri basati sulla correttezza e sulla maggior trasparenza possibile, al fine di poter garantire un ottimo livello di informazione agli operatori dei mercati

---

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/who-owns-the-ecb.en.html>

<sup>3</sup> [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0017.02/DOC\\_2&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0017.02/DOC_2&format=PDF)

finanziari e alle autorità europee; infatti, essa risponde del proprio operato di fronte al Parlamento europeo e al Consiglio dell'Unione Europea; mentre, il principale canale di informazione utilizzato dalla BCE è il Bollettino economico, in cui vengono presentate dettagliatamente tutte le informazioni economiche e monetarie sulle quali si fondano le decisioni di policy del Consiglio direttivo, al cui fianco si collocano resoconti, conferenze stampa, articoli e altri strumenti utili ad accrescere la consapevolezza dei cittadini nelle proprie valutazioni.

## **1.2 Obiettivi perseguiti e livello di indipendenza della BCE**

Durante il dopoguerra, la creazione di due contrapposti modelli perseguibili ai fini della creazione di un sistema incentrato su una banca centrale, pose il problema della scelta da effettuare per i paesi che avrebbero intrapreso il percorso verso l'Unione Economica e Monetaria. Le due alternative al centro della discussione erano il modello anglo-francese e il modello tedesco, le cui differenze si riassumevano precisamente nella scelta degli obiettivi da perseguire e nell'assetto istituzionale che la Banca Centrale avrebbe dovuto avere. Il modello anglo-francese prendeva le mosse dalla convinzione che la Banca Centrale dovesse perseguire al contempo vari obiettivi, quali, ad esempio la stabilità dei prezzi, il mantenimento di un alto livello di occupazione e la stabilizzazione del ciclo economico, e differiva, in questo, dal modello tedesco, il quale affidava alla stabilità dei prezzi il ruolo di obiettivo primario, nonché di condizione necessaria al perseguimento di ulteriori obiettivi di diversa natura. Al contrario, dal punto di vista dell'assetto istituzionale, il modello anglo-francese si caratterizzava per una maggiore apertura verso le influenze della politica nelle scelte da effettuare – in esso, infatti, le decisioni di politica monetaria venivano assoggettate all'approvazione del governo, ed in particolare del ministro delle finanze – e risultava nuovamente in forte contrasto con il modello tedesco, in cui spiccava come punto fondamentale l'indipendenza da ogni genere di influenza politica sulle decisioni circa la politica monetaria o il tasso di interesse. La scelta effettuata nell'ambito dell'Unione Europea, al momento della stipulazione del Trattato di Maastricht<sup>4</sup>, emerse chiaramente nello statuto della Banca Centrale Europea, in particolare, l'articolo 105 del trattato detta: *“L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo”*. È, dunque, chiarita la scelta effettuata circa gli obiettivi da perseguire. Infatti, nell'adeguarsi al modello tedesco, la BCE adotta un sistema di mandati gerarchici, dando primaria importanza all'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi ma permettendo contestualmente di perseguire altri obiettivi quali il mantenimento di un alto tasso di occupazione, la stabilità dei mercati finanziari, dei tassi di interesse e dei cambi, lo sviluppo economico. In questo contesto, è utile ricordare che la BCE, nella definizione del proprio regime monetario, ha adottato una strategia di politica monetaria che segue un approccio particolarmente innovativo, il quale si colloca al mezzo tra il cosiddetto *“monetary targeting”* e l'*“inflation targeting”*. Essa, in particolare, si compone di tre

---

<sup>4</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:11992M/TXT&from=EN>

elementi fondamentali, ovvero: la definizione quantitativa dell'obiettivo primario, ossia la stabilità dei prezzi, definita come un "aumento sui 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area euro inferiore al due per cento"; l'analisi economica, basata sulla valutazione degli andamenti economici e finanziari correnti e dei rischi per la stabilità dei prezzi nel breve e medio periodo impliciti in tali andamenti; l'analisi monetaria, ai cui fini è stato selezionato l'ampio aggregato monetario M3<sup>5</sup>, per la cui crescita è stato fissato un valore di riferimento al 4,5%<sup>6</sup>.

È fondamentale rimarcare, tuttavia, che la stabilità dei prezzi risulta essere un obiettivo di lungo periodo ed è molto importante, ai fini di una sana gestione dell'economia di un sistema, che il prevalere di questo obiettivo non venga interpretato in maniera rigida e sterile: infatti, è necessaria una certa flessibilità per evitare fenomeni come il cosiddetto "*inflation nutter*" in cui l'eccessiva concentrazione della banca centrale sulla gestione dell'inflazione potrebbe culminare con l'adozione di politiche inadatte che generano ampie fluttuazioni cicliche.

Chiarita la scelta effettuata circa l'organizzazione degli obiettivi da perseguire, si passa ad esaminare il secondo punto di discussione di cui si sono occupati i due modelli, ovvero il livello di indipendenza della banca centrale. Anche in questo caso la risposta al quesito è da ricercarsi all'interno del trattato di Maastricht, in particolare all'articolo 107, che enuncia: "*Nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal presente trattato e dallo Statuto del SEBC, né la BCE né una Banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organi comunitari, dai Governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni e gli organi comunitari nonché i Governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della BCE o delle Banche centrali nazionali nell'assolvimento dei loro compiti*". Risulta, quindi, prediletta anche in questo caso l'impostazione tedesca rispetto a quella anglo-francese. Peraltro, sempre dal Trattato, emerge la consapevolezza che una maggiore indipendenza dalla politica sia uno degli elementi chiave per la realizzazione dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e, ancor di più negli ultimi anni, è andata consolidandosi l'idea che l'indipendenza della banca centrale sia in grado di garantire una maggiore efficacia della politica monetaria.

L'indipendenza di una banca centrale viene definita in base a due elementi, che portano a distinguere tra indipendenza "politica" e indipendenza "economica". L'indipendenza politica allude alla capacità della banca centrale di perseguire obiettivi di politica monetaria stabiliti in maniera indipendente rispetto ad influenze dalla volontà delle forze politiche in carica; per valutare il livello di indipendenza politica si utilizzano una serie di parametri, di cui il più rilevante è la durata del mandato del governatore della banca centrale e del comitato direttivo, infatti, mandati più lunghi rendono più difficilmente influenzabili da parte del potere politico le scelte riguardanti la politica monetaria; nel caso della BCE il mandato del presidente ha

---

<sup>5</sup> M3 è il più ampio aggregato monetario dell'Eurosistema e include circolante, depositi in conto corrente, depositi con scadenza inferiore a due anni, depositi rimborsabili con preavviso inferiore a 3 mesi, pronti-termine con la clientela, obbligazioni con scadenza inferiore a due anni, quote di fondi di investimento sul mercato monetario

<sup>6</sup> Economia e Politica monetaria, Giorgio Di Giorgio

durata di 8 anni mentre gli altri membri del comitato direttivo di 5 anni. Un altro parametro utile ai fini della stima è, inoltre, relativo all'eventuale partecipazione di esponenti del governo al comitato direttivo della banca o l'esclusione di tale ipotesi direttamente nello statuto della banca stessa, come nello statuto della BCE, che consente solo la presenza passiva e senza diritto di voto di alcuni funzionari dell'UE.

Altro tipo di indipendenza è, invece, quella economica, la quale allude alla capacità della banca centrale di utilizzare liberamente gli strumenti in proprio possesso per raggiungere gli obiettivi della politica monetaria, indipendentemente dall'istituzione responsabile della loro determinazione. In questo caso il parametro di riferimento per stimarne il livello è riferito all'interazione con il dipartimento del tesoro o delle finanze: in particolare, una banca centrale indipendente non deve essere assoggettata ad alcun obbligo di finanziare in modo permanente i disavanzi di bilancio del settore pubblico e, inoltre, deve essere lasciata libera di poter fissare in autonomia i tassi ufficiali di interesse.

La BCE viene considerata la banca centrale col più alto livello di indipendenza, sia dal punto di vista politico che economico; e tale caratteristica risulta condizione necessaria per dar credibilità all'obiettivo primario da essa perseguito, la stabilità dei prezzi. Tuttavia, l'indipendenza che si decide di assegnare ad una banca centrale nella sua creazione, come anche vedremo in seguito, dipende particolarmente dalle preferenze, dalle circostanze, dalle ideologie che al momento della scelta si mescolano all'interno dell'area interessata. Come è possibile immaginare, l'indipendenza porta con sé una serie di vantaggi, ma anche di svantaggi, la cui importanza assume diverse sfumature in base agli interessi e alle finalità di chi le analizza.

È possibile individuare almeno tre ottimi motivi a sostegno dell'indipendenza della banca centrale; anzitutto, un buon grado di indipendenza assicura un freno alla creazione di eventuali impulsi inflazionistici che, in genere, hanno luogo a causa di pressioni politiche finalizzate alla raccolta di consensi elettorali nel breve termine; infatti, pressioni politiche potrebbero incentivare ad un utilizzo poco lungimirante ma soprattutto opportunistico della capacità della banca centrale di stampare moneta. E qui si riallaccia un secondo elemento fortemente a favore dell'indipendenza della banca centrale: il pubblico potrebbe esser portato a non affidarsi alle scelte della politica non solo perché queste potrebbero essere mosse soltanto da motivazioni appunto politiche, ma anche perché potrebbero peccare di esperienza; affidare, al contrario, la gestione di questi aspetti a soggetti maggiormente specializzati garantisce una gestione più pesata, in grado di evolvere nel tempo in base a regole proprie. Infine, i politici spesso preferiscono una maggiore indipendenza della banca centrale, soprattutto nel momento in cui è necessario assumere delle decisioni che nel lungo periodo potranno risultare vincenti, ma che sul momento appaiono gravose per il pubblico: lasciando la responsabilità dell'azione alla banca centrale, le forze politiche possono assicurarsi l'immunità da un potenziale e temporaneo dissenso della massa.

Accanto ai menzionati motivi a supporto dell'indipendenza, si possono anche rintracciare degli elementi a suo sfavore, tra cui spicca, ad esempio, la convinzione che il raggiungimento della stabilità macroeconomica possa esser conquistata con maggior semplicità coordinando l'azione della politica monetaria a quella della politica fiscale. Inoltre, coloro che si oppongono all'indipendenza portano a loro

sostegno anche il fatto che le banche centrali non siano del tutto immuni dalle pressioni politiche. Infatti, essendo l'obiettivo di una burocrazia quello di massimizzare il proprio benessere, la banca centrale potrebbe perseguire obiettivi finalizzati unicamente ad ottenere benefici per aumentare il proprio potere e prestigio, senza effettivamente rivolgere le proprie politiche all'interesse pubblico.

Nella realizzazione dell'assetto istituzionale della Banca Centrale Europea, dunque, è prevalsa l'importanza dei motivi a favore, permettendo la creazione di un'istituzione autonoma e responsabile per le proprie azioni. Tuttavia, è bene chiarire il contesto e le motivazioni che hanno portato i futuri Stati Membri a compiere una decisione indirizzata in tale verso.

### **1.2.1 Le ragioni alla base della scelta del modello tedesco**

Nonostante la scelta delle autorità ricadde evidentemente sul modello tedesco, le motivazioni alla base di tale evento apparvero meno trasparenti, ancor di più se si pensa che al momento della stipulazione del Trattato, il modello a cui i futuri Stati membri avevano aderito era proprio quello anglo-francese. Ebbene, al verificarsi di questo fenomeno possono essere rintracciate due possibili spiegazioni di seguito discusse. Innanzitutto, è necessario specificare che il ventennio tra il 1950 e il 1960 vide il trionfo dell'economia Keynesiana: un'elevata crescita dell'economia e un basso livello di disoccupazione erano visti come obiettivi primari per il cui raggiungimento era necessaria l'attuazione di politiche monetarie e fiscali espansive. Tuttavia, il 1970 segnò un punto di svolta: l'inevitabile evidenza che le politiche precedentemente attuate avessero contribuito a creare una distorsione inflazionistica, fece sì che avanzasse un'altra ideologia, il monetarismo. La visione monetarista si concretizzava nell'idea che le autorità competenti della politica monetaria non potessero sistematicamente abbassare il tasso di disoccupazione al di sotto del suo livello naturale, se non temporaneamente, in quanto qualsiasi tentativo di stabilizzarlo ad un livello più basso avrebbe comportato la creazione di distorsioni, come appunto quella inflazionistica. Dunque, l'unico modo per abbassare il tasso di disoccupazione permanentemente consisteva nel ridurre il tasso naturale di disoccupazione e questo obiettivo poteva esser raggiunto tramite l'applicazione di politiche strutturali; tuttavia, la banca centrale, nel proprio operare avrebbe dovuto concentrarsi sulle variabili che era effettivamente in grado di influenzare (e, quindi, la stabilità dei prezzi), non piuttosto su quelle influenzabili in via indiretta. L'indirizzo monetarista, inoltre, portò un'altra novità relativamente alla natura delle relazioni esistenti tra il governo e la banca centrale; infatti, l'attenzione viene posta sul fatto che le pressioni finalizzate al perseguimento di politiche espansionistiche atte a stimolare l'economia, sono spesso riflesso della volontà di forze politiche il cui obiettivo è unicamente quello di raccogliere consensi elettorali nel breve termine e quindi, si era esposti al rischio che queste politiche potessero risultare dannose nel lungo termine. Dunque, era fondamentale che la banca centrale si proteggesse da tali influenze, acquistando indipendenza. L'emergere di queste convinzioni fu supportato ulteriormente da una serie di studi econometrici realizzati tra il 1980 e il 1990, volti a dimostrare che i paesi con banche centrali più indipendenti erano stati in grado di gestire al meglio le proprie economie, mantenendo un basso tasso di

inflazione senza rinunciare al raggiungimento di altri obiettivi. Tuttavia, vennero mosse diverse critiche ai modelli realizzati in quanto presentavano delle incertezze nell'interpretazione dei risultati. In particolare, il fatto che l'indipendenza dalla politica e l'inflazione fossero determinate da fattori sociali e politici e, in più, l'idea che l'imposizione di un elevato livello di indipendenza alla banca centrale non assicurasse automaticamente la riduzione del tasso di inflazione venivano poste come principali problematiche.

Malgrado le citate critiche, l'idea di una banca centrale indipendente continuò a raccogliere consensi nella convinzione che, nonostante non fosse un elemento sufficiente per il raggiungimento della stabilità dei prezzi, certamente risultava un elemento necessario. Dal 1980 in poi, la visione monetarista raccolse un numero sempre crescente di consensi e, in sede di elaborazione del Trattato, fece sì che le banche centrali fossero orientate sempre più verso l'adesione al modello della Bundesbank, la quale, focalizzandosi sulla stabilità dei prezzi come obiettivo primario e sottolineando la necessità dell'indipendenza della banca centrale come strumento per raggiungerlo, sembrava essere la vera e propria concretizzazione della diffusamente gradita ideologia monetarista.

La seconda ragione per la quale la Bundesbank venne preferita come modello su cui creare la futura BCE ha a che fare, invece, col fatto che nell'entrare nell'Unione Monetaria, le autorità tedesche abbiano dovuto fronteggiare il rischio di accettare un'inflazione maggiore e, al fine di vedere questo rischio attenuato, la Bundesbank insistette sulla creazione di una banca fermamente orientata verso la stabilità dei prezzi. Come già precedentemente evidenziato, quanto stabilito nel Trattato dimostra il successo della Bundesbank nel dare attuazione alla sua volontà ma è certo che tale vittoria sia stata fortemente influenzata dalla conversione al monetarismo di molte delle banche centrali interessate.

### **1.3 Il bilancio della Banca Centrale Europea: un'analisi dello Stato Patrimoniale**

Come già precedentemente discusso, la BCE si occupa dell'implementazione della politica monetaria tramite l'utilizzo di particolari strumenti, oggetto del capitolo seguente; ai fini della corretta comprensione di tali politiche, risulta necessario discutere del documento chiave, che riassume il significato di ogni operazione messa in atto dalla Banca Centrale Europea all'interno dell'area dell'euro, ovvero il bilancio d'esercizio. Esso assolve alla duplice funzione di rappresentare la situazione contabile e di fornire informazioni chiare e veritiere al pubblico di portatori di interessi nei confronti della banca centrale, circa il proprio stato finanziario, economico e patrimoniale. La BCE, in particolare, per garantire un flusso continuo e aggiornato di informazioni, pubblica il proprio bilancio in linea generale su base settimanale.

Per comprendere la fondamentale importanza che il bilancio della banca centrale riveste è sufficiente pensare all'oggetto di cui il documento si fa custode: la moneta. Ogni transazione è fondata sulla sicurezza che gli operatori nutrono nei confronti della validità del mezzo di pagamento, e tale fiducia non deriva da altro se non dalla solidità e dalla trasparenza dell'istituzione garante della moneta, nonché del suo documento di gestione.

Al fine di chiarire al meglio l’impatto che ogni operazione può avere sul bilancio della banca centrale è bene soffermarsi sull’analisi di uno dei documenti principali, ovvero lo stato patrimoniale. Lo stato patrimoniale è l’insieme delle passività e delle attività della banca centrale, ovvero rispettivamente l’insieme delle fonti dei fondi che la banca raccoglie e l’utilizzo che la stessa fa dei fondi raccolti. È possibile immaginare che lo stato patrimoniale della BCE sia rappresentabile come nella seguente tabella, nella quale vengono sinteticamente elencate le componenti più importanti del documento.

<b>Stato patrimoniale della Banca Centrale</b>	
Oro	Banconote in circolazione
Riserve in valuta	Riserve
Titoli di Stato	Capitale Proprio
Finanziamenti al Settore Bancario	Altro

Le voci principali all’interno delle passività della BCE possono essere schematicamente suddivise in tre categorie, di seguito esposte: 1) banconote in circolazione, la cui domanda subisce continue influenze a causa di diversi elementi, quali fattori stagionali, la tecnologia dei pagamenti, la fiducia che il pubblico nutre nei confronti della banca o ancora la presenza del relativo e variabile costo-opportunità, dal momento che le banconote non pagano alcun interesse (per esempio, in periodi in cui il tasso di interesse si stabilizza intorno a valori bassi, il costo opportunità di detenere banconote diminuisce). 2) Riserve delle banche commerciali, che, insieme alle banconote costituiscono le risorse maggiormente liquide e *risk-free*, non sono altro che depositi che le banche rispondenti alla BCE detengono presso la stessa. In particolare, in quest’ambito è possibile individuare sia le riserve obbligatorie che le riserve libere, le prime delle quali si caratterizzano per la loro necessaria presenza e che vengono calcolate in base ad un determinato coefficiente<sup>7</sup>. 3) Capitale proprio, il quale svolge il ruolo primario di assorbire le eventuali perdite della banca centrale.

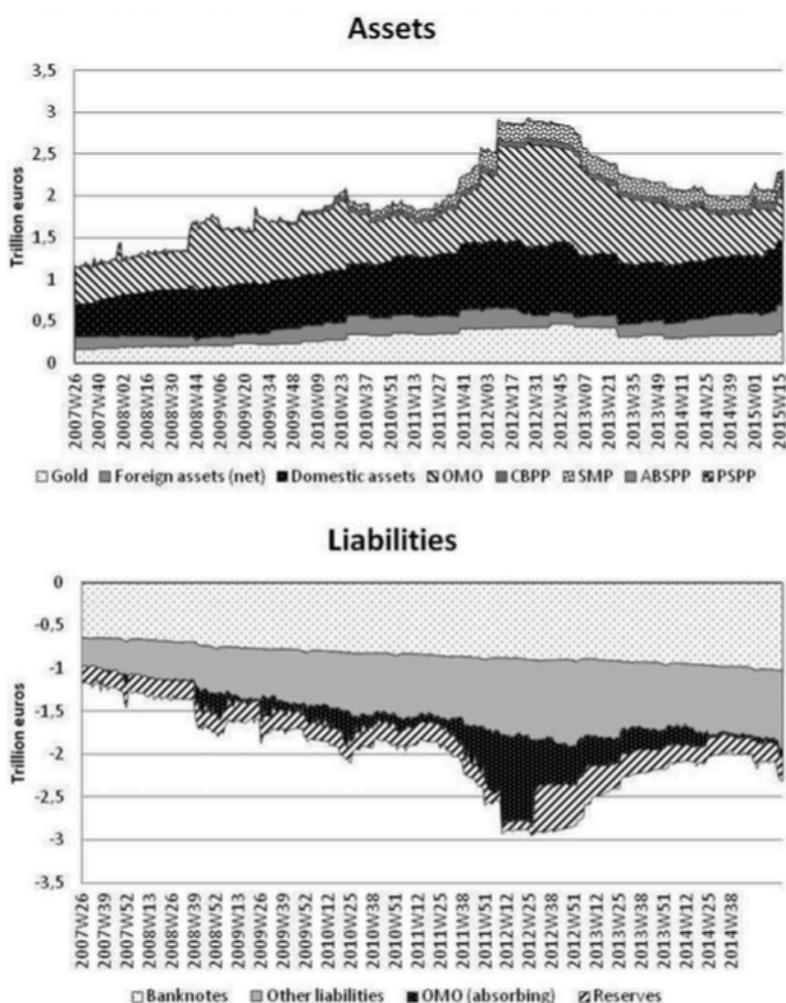
Conclusa la panoramica sul passivo, si passa alla descrizione delle voci dell’attivo, tra le quali svolgono un ruolo di rilievo: 1) riserve in valuta, nonché le riserve detenute presso la banca centrale denominate in valuta estera, la cui presenza è fondamentale per realizzare vari intenti, tra cui intervenire per mitigare l’eventuale deprezzamento della valuta domestica o ancora gestire al meglio gli obblighi con altri stati (e, di conseguenza, altre valute). 2) Oro, la cui gestione ha come obiettivo principale il mantenimento del valore e la liquidità delle riserve stesse; attualmente, la BCE è il quarto detentore di riserve auree al mondo. 3) Titoli di stato, tramite il cui acquisto o vendita, la banca centrale gestisce uno dei canali a sua disposizione per gestire l’offerta di moneta. 4) Finanziamenti al settore bancario, nonché un altro canale di fondamentale importanza per la gestione dell’offerta di moneta.

<sup>7</sup> Fino al gennaio del 2012 le banche avevano l’obbligo di detenere riserve minime almeno pari ad un importo del 2% su passività specifiche (prevalentemente depositi della clientela) presso la rispettiva banca centrale. Al 2020, il tasso sulle riserve obbligatorie è stato ridotto all’1%.

La Banca Centrale Europea ha chiuso il proprio bilancio del 2019 per un totale di 457,1 miliardi di euro<sup>8</sup>, mostrando un andamento significativamente positivo, principalmente dovuto ad un aumento del valore di mercato delle riserve ufficiali e all'incremento del valore delle banconote in euro in circolazione. Come, dunque, è appena stato dimostrato, il bilancio è il documento in cui vengono sistematicamente registrati gli impatti che le politiche implementate generano sull'andamento dell'economia e, in particolare, è la chiave per comprendere se la strada intrapresa sia risultata vincente nel tempo.

### 1.3.1 L'evoluzione del bilancio della BCE

Nonostante la comprensione della composizione del bilancio sia fondamentale ai fini dell'analisi svolta, è altresì utile studiare come i diversi obiettivi siano stati raggiunti nel tempo. Dalla creazione della Banca Centrale Europea, l'Unione è stata segnata da una serie di eventi che hanno contribuito a modificare la composizione del suo bilancio al fine di soddisfare tutte le relative esigenze. È, pertanto, utile analizzare quale sia stata la sua evoluzione e quali siano, ad oggi, le voci che rivestono una maggiore importanza, in termini quantitativi.



<sup>8</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/ecb.annualaccounts2019~9eecd4e8df.it.html#toc4>

La figura riportata<sup>9</sup> mostra come si sia evoluto il bilancio della BCE tra il 2007 ed il 2015, periodo colmo di eventi salienti per la comprensione dell'andamento della zona dell'euro, in cui è possibile rintracciare, in particolare, tre episodi di incertezza che hanno avuto un forte impatto sulla successiva composizione del bilancio. Il primo episodio si colloca temporalmente nella metà del settembre del 2008: il fallimento di Lehman Brothers. A seguito del drastico evento, le banche hanno cercato di soddisfare l'obbligo di riserva all'inizio del periodo di mantenimento, mettendo in atto delle operazioni di mercato aperto. Ciò ha permesso di trasferire riserve in eccesso presso i depositi della banca centrale, ottenendo anche una remunerazione, e la principale causa di tale fenomeno è da rintracciarsi nella mancanza di fiducia nella solvibilità dei partecipanti al mercato monetario interbancario.

Il secondo evento che ha generato instabilità e ha apportato delle variazioni nella composizione del bilancio è relativo, invece, alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro, che ha avuto luogo nel 2010. Questo periodo è caratterizzato da un aumento delle operazioni di rifinanziamento, dell'acquisto di obbligazioni garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP) e dei bond dei paesi più colpiti dalla crisi finanziaria (*Securities Markets Programme*, SMP); a tutto ciò, si accompagna nuovamente un trasferimento di una quantità sempre crescente di riserve ai depositi della banca centrale.

A seguito di alcuni mesi di stabilità, si assistette allo scoppio del terzo shock, generato da una serie di dubbi relativi all'euro e al risultato negativo che era emerso dalla gestione delle banche durante la crisi del debito sovrano. In questa fase, risulta evidente come la variazione del bilancio della BCE sia stato innanzitutto guidato da un aumento nelle operazioni di mercato aperto, che nel periodo considerato dal grafico ha raggiunto un tetto massimo nelle prime settimane del 2012.

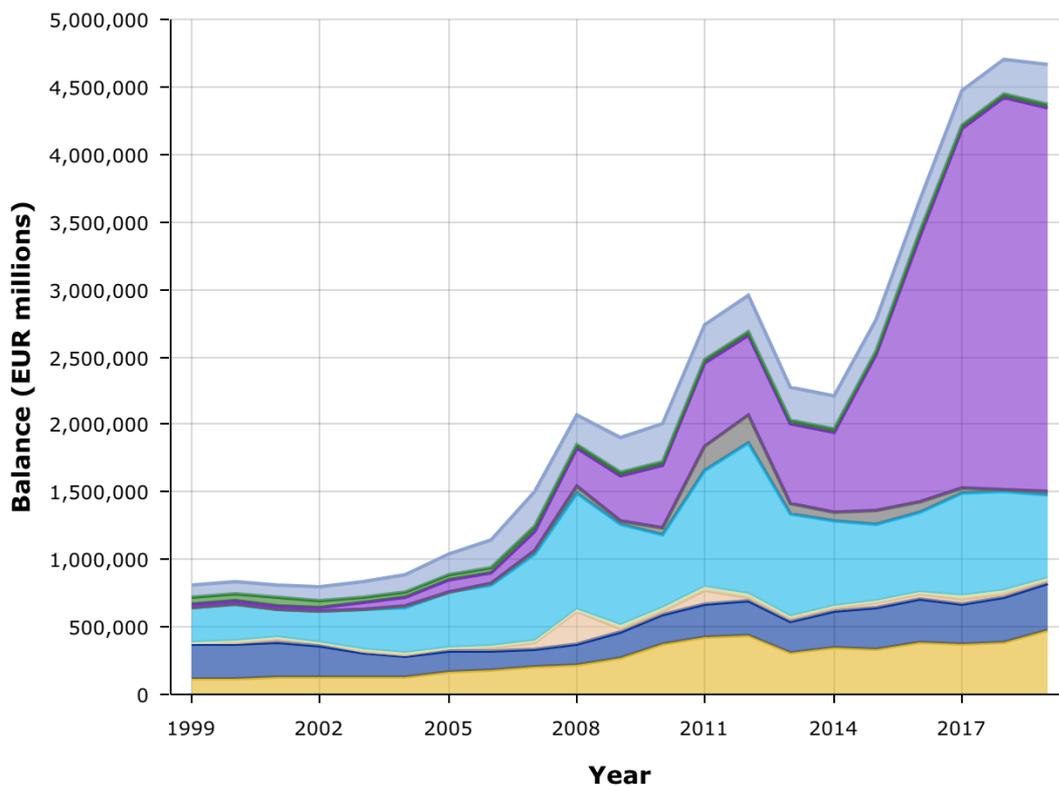
Con l'annuncio del programma di "aggiustamento macroeconomico", nel settembre del 2012, che vide la nascita delle OMT (*Outright Monetary Transactions*), il mercato monetario interbancario venne rivitalizzato e il gran numero di banche che precedentemente avevano preso a prestito dalla BCE, iniziarono a restituire i loro debiti; si verifica pertanto un aumento nei depositi della banca centrale dal lato delle passività e un aumento sempre maggiore dell'importanza delle operazioni di mercato aperto dal lato delle attività.

A partire dal 2015 la dimensione del bilancio della BCE, tuttavia, inizia a lievitare molto rapidamente, come conseguenza del fatto che la banca stessa si fosse concentrata sull'iniezione di quantità sempre maggiori di liquidità nel sistema economico. Tale evento, verificatosi già, come detto, in seguito alla crisi causata dal fallimento di Lehman Brothers, si accentuò ancor di più a seguito del 2015, come viene mostrato dal seguente grafico<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> EBC's balance sheet. Evolution: July 2007—April 2015 (The ECB during the financial crisis. Not so unconventional, 2015)

<sup>10</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>



La componente che ha contribuito in maniera più rilevante in assoluto ad accrescere le dimensioni del bilancio è quella relativa all'acquisto di titoli emessi da residenti denominati in Euro (*Securities of euro area residents denominated in euro*) ed è in questo fenomeno che si sintetizzano gli effetti immediati del programma di *Quantitative Easing* messo in atto nell'area dell'euro a partire dal 2015.

L'analisi affrontata mostra come il bilancio abbia subito delle variazioni particolarmente consistenti, le quali hanno contribuito alla realizzazione del passaggio da un passivo inizialmente caratterizzato per lo più da circolante e riserve obbligatorie e da un attivo caratterizzato prevalentemente da titoli a breve-medio termine, ad un passivo in cui hanno assunto un importante ruolo le riserve in eccesso e ad un attivo composto in larga parte da titoli a lungo termine, non solo pubblici, ma anche privati.

## CAPITOLO II

### 2.1 Il mercato delle riserve e il ruolo in esso svolto dalla banca centrale

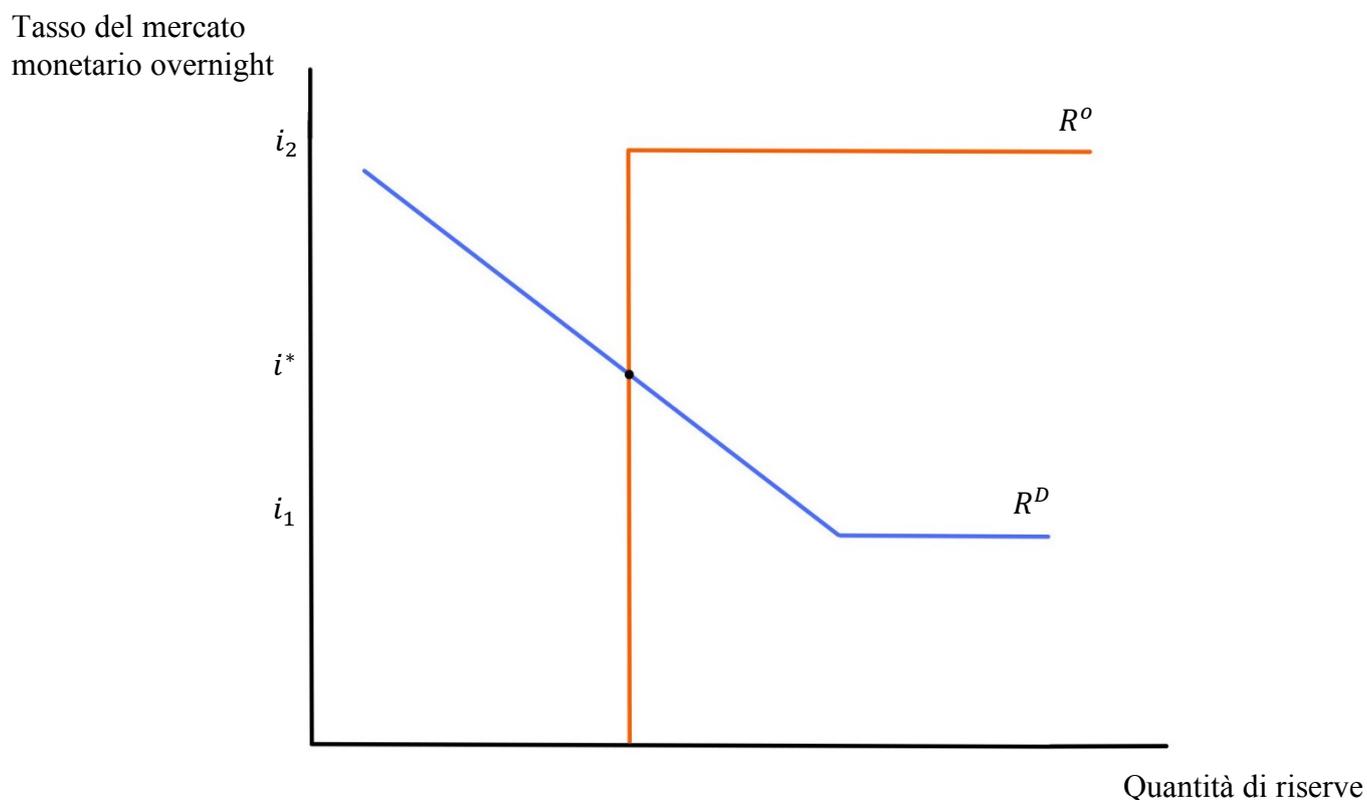
Come già ampiamente discusso nel capitolo precedente, la nascita della Banca Centrale Europea ha segnato il passaggio da un sistema bancario decentrato ad un sistema bancario centralizzato, nel quale ha assunto il ruolo di istituzione ideatrice e promotrice della politica monetaria. La concretizzazione delle decisioni assunte in vere e proprie strategie si realizza mediante l'utilizzo di appositi strumenti di politica monetaria, il cui impatto avviene inizialmente all'interno del mercato delle riserve. La capacità della banca centrale di creare moneta e la costante richiesta di quest'ultima da parte del sistema bancario per fronteggiare i propri fabbisogni conducono alla creazione di una curva di domanda e di una curva di offerta, caratterizzate da elementi peculiari, che prendendo forma in un piano cartesiano recante la quantità di riserve sulle ascisse e il tasso di interesse sulle ordinate. Le singole banche hanno, dunque, la possibilità di prendere a prestito *overnight* sul mercato delle riserve e possono farlo ad un determinato tasso di interesse, definito dalla banca centrale, che nel mercato europeo prende il nome di tasso di interesse sul mercato monetario. Ai fini della costruzione delle due curve è utile comprendere quali siano i punti significativi delle stesse.

La costruzione della curva di domanda si basa sull'esistenza delle riserve obbligatorie, che le singole banche devono necessariamente detenere presso la banca centrale, e delle riserve libere, ovvero quelle riserve che le banche possono deliberatamente decidere di detenere presso la banca centrale in quantità eccedente rispetto a quella richiesta: queste due tipologie di riserve costituiscono la quantità domandata di riserve. Le riserve libere, inoltre, sono particolarmente importanti in quanto la BCE corrisponde degli interessi su di esse e ciò le rende oggetto di un costo-opportunità, che porta le singole banche a valutare la loro convenienza rispetto a quella di un eventuale investimento sul mercato monetario. Emerge, quindi, la curva di domanda come una curva caratterizzata da due diversi tratti (come descritto nella figura successiva): un primo tratto inclinato negativamente, in quanto fintanto che il tasso del mercato monetario risulta maggiore rispetto al tasso pagato sulle riserve libere, si preferirà investire nel mercato monetario; ed un secondo tratto costante, in quanto qualunque tasso del mercato monetario inferiore al tasso corrisposto sulle riserve libere indurrebbe ad una chiara scelta verso il secondo degli investimenti proposti. È così definita la curva di domanda di tale mercato.

Analogamente, è possibile costruire la curva di offerta prendendo come riferimento due tipologie particolari di riserve, ovvero la quantità di riserve derivanti dalle operazioni di mercato aperto compiute dalla banca centrale, di cui si dirà in seguito, e le riserve che vengono prese a prestito dalla banca centrale, sulle quali è corrisposto un tasso di sconto. In base a queste componenti, prenderà forma la curva di offerta e, dato che la quantità di riserve derivanti dalle operazioni di mercato aperto è assunta fissa, essa avrà un primo tratto rigido: fintanto che il tasso del mercato monetario risulta inferiore al tasso di sconto, si preferirà il primo (che rende l'investimento sul mercato monetario "meno costoso"). Nel momento in cui la

disuguaglianza dovesse invertirsi, allora la preferenza del pubblico si rivolgerebbe verso il tasso offerto dalla banca centrale e per questo motivo, una volta raggiunto il tasso di sconto, la curva di offerta assume un andamento orizzontale.

Le curve descritte sono rappresentabili come di seguito:



Come è possibile notare dal grafico, l'intersezione delle due curve dà luogo ad un punto particolarmente rilevante, ossia il punto di equilibrio del mercato delle riserve, che si ottiene quando la quantità di riserve offerta uguaglia la quantità di riserve domandata e permette l'individuazione del tasso di interesse d'equilibrio sul mercato monetario. È questo il punto a cui l'economia tende per stabilizzarsi; qualsiasi altro punto giacente sulle curve non potrebbe soddisfare la condizione di equilibrio in quanto darebbe vita a situazioni di eccesso di offerta (nel caso in cui il tasso del mercato monetario fosse superiore rispetto al tasso individuato dal punto di equilibrio) o di eccesso di domanda (nel caso contrario, in cui il tasso del mercato monetario fosse inferiore rispetto a quello d'equilibrio).

Gli strumenti utilizzati dalla banca centrale generano degli effetti sulla politica monetaria impattando sui punti fondamentali delle due curve ed indirizzando il sistema verso la direzione prescelta. La banca centrale, dunque, ha l'importante responsabilità di effettuare le giuste valutazioni prima di mettere in atto le proprie decisioni, in quanto anche una minima variazione, come vedremo, può avere un importante impatto sull'intero sistema. Nell'ambito degli strumenti che la banca centrale può utilizzare per mettere in atto le proprie decisioni, è utile distinguere gli strumenti convenzionali dagli strumenti non convenzionali di politica monetaria; si svolgerà di seguito l'analisi di detti strumenti.

## 2.2 Gli strumenti di politica monetaria convenzionali

Gli strumenti di politica monetaria convenzionali vengono comunemente utilizzati in tempi in cui l'economia non richiede interventi particolarmente rilevanti per stabilizzarsi. Essi, infatti, vengono impiegati con grande frequenza e la loro utilità si concretizza nel fatto che consentono alla banca centrale di agire sul tasso di interesse per riportare il sistema all'equilibrio. Nell'ambito degli strumenti di politica monetaria convenzionali è possibile rintracciare le operazioni di mercato aperto, le *standing facilities* e tassi di interesse sulle riserve e, infine, il coefficiente di riserva obbligatoria.

### 2.2.1 Operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto (*Open Market Operations*, OMOs) vengono utilizzate dalla banca centrale con cadenza regolare al fine di modificare lo stock di base monetaria in circolazione nell'economia attraverso l'acquisto oppure la vendita di titoli nei confronti di controparti autorizzate, ovvero istituzioni bancarie o finanziarie alle quali è possibile operare in maniera diretta con la banca centrale. La loro funzione principale è quella di stabilizzare i tassi di interesse, determinare le condizioni di liquidità sul mercato e segnalare l'orientamento stesso della politica monetaria. A dare avvio alle operazioni di mercato aperto è la banca centrale stessa, che altresì delinea le modalità tecniche tramite cui esse dovranno svolgersi (per esempio, il tipo di strumento) e le condizioni da rispettare (per esempio, il tasso di interesse o la scadenza).

L'attuazione di operazioni di mercato aperto impatta sul bilancio della banca centrale, ma altresì sul bilancio del sistema bancario; infatti, nel momento in cui una banca centrale acquista sul mercato aperto, l'attivo del sistema bancario subisce una riduzione dovuta alla presenza di una minore quantità di titoli sul mercato, ma contestualmente si registra un aumento delle riserve dovuto al pagamento dei titoli da parte della banca centrale. Di contro, la banca centrale, registra un aumento dei titoli in portafoglio, che contribuisce ad incrementare l'attivo patrimoniale, ed un parallelo aumento delle riserve, che, invece, incrementa le passività. Si può, dunque, concludere che un'operazione di acquisto di titoli sul mercato aperto da parte della banca centrale generi un aumento sia delle riserve che dei depositi del sistema bancario. Di simile struttura ma opposto sarà, invece, il processo che porterà ad una vendita di titoli sul mercato aperto.

Le operazioni di mercato aperto condotte dalla banca centrale sono di diverso tipo e possono esser fatte sia utilizzando un tasso fisso che altresì un tasso variabile. Innanzitutto, vi sono le operazioni di rifinanziamento principali (*Main Refinancing Operations*, MROs) che la Banca Centrale Europea conduce settimanalmente attraverso operazioni pronti contro termine. In genere, la BCE stabilisce l'ammontare di liquidità da immettere e in seguito si avvale del meccanismo dell'asta per l'assegnazione dei fondi. Nelle aste a tasso variabile la banca centrale fissa un tasso di interesse minimo a cui le controparti autorizzate possono piazzare le proprie offerte; in particolare, il tasso di interesse minimo fissato non è altro che il tasso d'interesse di riferimento della politica monetaria. Inoltre, la banca centrale sceglie unicamente l'ammontare del finanziamento e le banche concorrenti che vorranno aggiudicarsi lo stesso, avranno modo di competere

sul tasso di interesse che si offrono di pagare. Conclusa l'asta, la banca centrale soddisferà le offerte in ordine di convenienza.

Viceversa, nel caso in cui le operazioni siano a tasso fisso, alla banca centrale spetta la scelta sia della quantità di finanziamento che del tasso di interesse relativo; a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008 la BCE ha avvertito l'esigenza di sostenere l'ingente domanda di liquidità del settore bancario e ciò è stato fatto proprio attraverso una serie di operazioni straordinarie di finanziamento a tasso fisso, in grado di soddisfare totalmente la domanda (*full allotment*) e facendo assistere le operazioni da titoli che svolgevano il ruolo di garanzia del finanziamento concesso (*collateral*).

Tra le altre tipologie di operazioni, ritroviamo operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, in particolare pronti contro termine a tre mesi, che si realizzano anch'esse tramite il meccanismo dell'asta e hanno luogo con cadenza mensile; e, ancora, quelle operazioni dette di *fine tuning*, che, invece, possono essere finalizzate sia a immettere che ad assorbire liquidità e si differenziano dalle altre sul piano temporale, in quanto non solo possono essere sia definitive che temporanee, ma non vengono attuate con cadenza regolare.

A livello grafico, le operazioni di mercato aperto, come è semplice comprendere a seguito della precedente analisi, impattano sulla curva di offerta delle riserve; ad esempio, un acquisto sul mercato aperto genera un aumento delle riserve che individuano il punto in cui la curva di offerta diventa verticale, spingendola verso destra; la variazione permetterà dunque di determinare un nuovo punto di equilibrio, la cui individuazione, tuttavia, è di diversa entità in base alla situazione di partenza: infatti, si assisterà ad una riduzione del tasso di equilibrio del mercato monetario, nel caso in cui la curva di offerta intersechi la curva di domanda nel suo tratto negativamente inclinato (come rappresentato nel grafico utilizzato precedentemente); viceversa, il tasso di equilibrio non subirebbe variazioni se l'intersezione delle due curve fosse situata nel tratto orizzontale della curva di domanda.

### **2.2.2 *Standing Facilities* e tassi di interesse sulle riserve**

Le cosiddette *standing facilities* sono delle operazioni la cui finalità è quella di permettere alle banche che ne necessitano di ottenere liquidità *overnight* ad un tasso fissato dalla banca centrale. All'interno del bilancio, tali operazioni producono un incremento delle riserve in forma di depositi, i quali possono essere concessi in prestito, realizzando, di conseguenza, l'obiettivo di incremento della liquidità all'interno del sistema che l'operazione intende perseguire. Nell'ambito di questo genere di operazioni è possibile fare una distinzione tra le *marginal lending facilities* e le *deposit lending facilities*.

Nel momento in cui una banca necessita liquidità, ad essa è concesso prendere a prestito presso la banca centrale ad un tasso di interesse che viene fissato ad un livello superiore rispetto a quello delle MROs; la motivazione alla base di tale scelta risiede nel fatto che se il tasso di interesse offerto dalla banca centrale sui prestiti fosse inferiore rispetto a quello del mercato, allora l'intera domanda di riserve si rivolgerebbe unicamente alla banca centrale, mentre quest'ultima preferisce che il sistema bancario si rivolga piuttosto al

mercato interbancario, in modo da poterne osservare l'andamento ed intervenire in caso di necessità. Dunque, il tasso fissato per queste operazioni finisce con l'individuare un tetto massimo oltre il quale il tasso del mercato monetario non può muoversi. Questa prima tipologia di reperimento di fondi, che potenzialmente permette di ottenere liquidità senza alcun limite quantitativo, prende il nome di operazione di rifinanziamento marginale, o, appunto, *marginal lending facility*.

La seconda alternativa, costituita dalle *deposit lending facilities*, consiste nella possibilità concessa alle banche che presentino un eccesso di liquidità giornaliera di depositare la stessa presso la banca centrale, che paga su tali depositi un determinato tasso di interesse. Queste operazioni si attivano su iniziativa della controparte e il tasso che su di esse viene pagato costituisce una base al di sotto della quale non è possibile andare, in quanto nessuna banca che presenti un eccesso di liquidità sarebbe disposta ad investire i propri fondi sul mercato monetario ad un tasso inferiore rispetto a quello offerto dalla banca centrale.

I due tassi ufficiali che le operazioni individuano portano alla costituzione di un corridoio all'interno del quale il tasso del mercato monetario può muoversi liberamente. Dunque, gli interventi che si concretizzano mediante le *standing facilities* condotte dalla BCE, impattano sul livello dei due tassi ufficiali<sup>11</sup> individuati, spingendoli al rialzo oppure al ribasso: ad esempio, un aumento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale genera uno spostamento verso l'alto del tratto orizzontale della curva di offerta e un aumento del tasso sui depositi detenuti presso la banca centrale genera uno spostamento verso l'alto del tratto orizzontale della curva di domanda.

All'interno dell'Eurozona, assume grande importanza l'EONIA (*Euro OverNight Indexed Average*) che rappresenta il tasso di riferimento *overnight* e viene calcolato come la media ponderata dei prestiti non assistiti da garanzie nel mercato monetario. Esso contiene informazioni sulle aspettative del mercato riguardo l'imminente adozione di politiche monetarie e funge da punto di riferimento per la variazione di altri tassi di interesse a più lungo termine, come ad esempio l'EURIBOR (*Euro Interbank Offered Rate*), ovvero il tasso calcolato sui depositi del mercato interbancario nell'area dell'euro. Attualmente, il valore dell'EONIA si trova attorno a  $-0,466\%$ <sup>12</sup>.

### 2.2.3 Coefficiente di riserva obbligatoria

La Banca Centrale Europea impone al sistema bancario degli obblighi di riserva, che si concretizzano nell'individuazione di un coefficiente di riserva obbligatoria da parte della banca centrale che il sistema bancario deve necessariamente applicare sulle riserve interessate<sup>13</sup> e che attualmente è fissato al 1%. Assume

---

<sup>11</sup> Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha attualmente fissato i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, quelli sulle operazioni di rifinanziamento marginale e, infine, sui depositi presso la banca centrale rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,50%.

<sup>12</sup> <https://mercati.ilsole24ore.com/tassi-e-valute/tassi/euribor/dettaglio/EONI.IND>

<sup>13</sup> Le passività soggette al coefficiente di riserva obbligatoria sono formate dai depositi a vista e rimborsabili con preavviso o con scadenza fino a 2 anni, dai titoli di debito e dai titoli del mercato monetario con scadenza fino a 2 anni; mentre, sono escluse le passività nei confronti del SEBC e di altre istituzioni soggette alla riserva obbligatoria del SEBC.

una rilevanza fondamentale il fatto che l'obbligo di riserva venga calcolato in termini di media dei saldi detenuti nel periodo di mantenimento; infatti, proprio per questo motivo le istituzioni creditizie hanno la possibilità di gestire le giornaliere fluttuazioni di liquidità utilizzando la riserva dovuta e compensando tale utilizzo nello stesso periodo di mantenimento. L'attività di tali istituzioni, dunque, attribuisce alla riserva obbligatoria la funzione di stabilizzatore del tasso *overnight* e permette alla banca centrale di non intervenire costantemente sul mercato monetario per ovviare a queste fluttuazioni.

Oltre a questa funzione, la riserva obbligatoria permette altresì di creare o ampliare il fabbisogno strutturale di liquidità del sistema bancario, rendendo più semplice il controllo dei tassi di mercato monetario attraverso le regolari operazioni di immissione di liquidità; infatti, viene a crearsi in tal modo una domanda di riserve che non potrà mai essere inferiore all'ammontare necessario per soddisfare l'obbligo stesso.

Le variazioni del coefficiente di riserva obbligatoria impattano sul tasso del mercato monetario d'equilibrio: in particolare quando il coefficiente di riserva obbligatoria aumenta, il sistema bancario dovrà detenere un maggior quantitativo di riserve presso la banca centrale e, dunque, per ogni livello di tasso di interesse aumenta la quantità di riserve richieste: dal punto di vista grafico ciò implica una traslazione del tratto della curva di domanda inclinato negativamente verso destra; di conseguenza, nel caso in cui le curve di domanda e offerta si intersecassero nel tratto verticale della curva di offerta, il tasso di interesse di equilibrio subirebbe anch'esso un incremento e viceversa nel caso opposto.

Infine, è severamente punito il mancato adempimento all'obbligo di riserva; infatti, la banca inadempiente viene sottoposta ad una serie di sanzioni di diversa entità a seconda della gravità dell'azione che partono da sanzioni di tipo pecuniario fino ad arrivare anche alla sospensione della possibilità di attuare altre operazioni di politica monetaria.

### **2.3 Gli strumenti di politica monetaria non convenzionali**

In tempi in cui l'economia vive un periodo da potersi definire di "normalità", l'intervento della banca centrale per ovviare alle temporanee fluttuazioni che si verificano sul mercato interbancario attraverso l'utilizzo degli strumenti precedentemente visti è più che sufficiente a riportare il sistema verso l'equilibrio; tuttavia, nel momento in cui il mercato subisce delle alterazioni di maggiore portata, l'attuazione di tali operazioni può risultare insufficiente a raggiungere gli obiettivi prefissati e proprio per questo motivo si rende necessaria l'introduzione di una serie di strumenti, definiti appunto non convenzionali proprio per il loro carattere eccezionale, che impattano in maniera più incisiva sull'andamento dell'economia e costituiscono una soluzione all'eventuale innescarsi di una crisi di ingenti dimensioni.

A partire dalla crisi finanziaria del 2007, che ha gravemente colpito inizialmente l'economia statunitense per poi diffondersi capillarmente su tutti gli altri mercati, l'adozione di tali strumenti è diventata sempre più frequente e, soprattutto, necessaria, apportando delle variazioni al modo d'operare della banca centrale nel mercato interbancario.

Nel momento in cui si verificano delle situazioni così gravi, il primo problema che può presentarsi è legato all'impossibilità di funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria, che non riesce più a convogliare la liquidità nella maniera più conveniente da un operatore all'altro nel mercato interbancario e l'innescarsi di una così grande incertezza potrebbe indurre gli operatori che presentano un eccesso di liquidità a mettere al sicuro i propri fondi presso la banca centrale. In questo modo, non solo il funzionamento del mercato interbancario viene fortemente ostacolato, ma anche il ruolo di supervisore in grado di intervenire in caso di incertezza della banca centrale viene inficiato (dal momento che la liquidità in eccesso non circola nel mercato bensì viene preservata nei propri depositi).

Accanto a questa prima problematica, si colloca una seconda criticità, su cui è bene soffermarsi, che verrà descritta di seguito.

### **2.3.1 Zero Lower Bound**

Risulta ormai chiaro che, quando sul mercato si innesca una crisi, la banca centrale ha la possibilità di agire attraverso gli strumenti in suo possesso per riportare la stabilità nel sistema: in particolare, essa può utilizzare il tasso di interesse nominale, portandolo a livelli più bassi, per stimolare gli investimenti ed i consumi e, in generale, permettere la circolazione di un ammontare di liquidità maggiore, dando una spinta all'economia. La banca centrale, tuttavia, potrebbe esser costretta ad abbassare i tassi di interesse in maniera eccessiva, arrivando ad un livello oltre il quale operare diventerebbe molto difficile; questo limite è definito, appunto, *Zero Lower Bound* (ZLB), al di sotto del quale i tassi diventano negativi. Se dovesse verificarsi tale situazione, allora nessuna banca sarebbe disposta ad investire in attività finanziarie con tassi negativi, in quanto risulterebbe maggiormente conveniente detenere liquidità; anche se persino quest'ultima alternativa potrebbe a sua volta verificarsi particolarmente onerosa (e per tale motivo, le banche a volte si trovano di fronte ad una valutazione che può indirizzarle comunque verso l'investimento in attività finanziarie con tassi negativi).

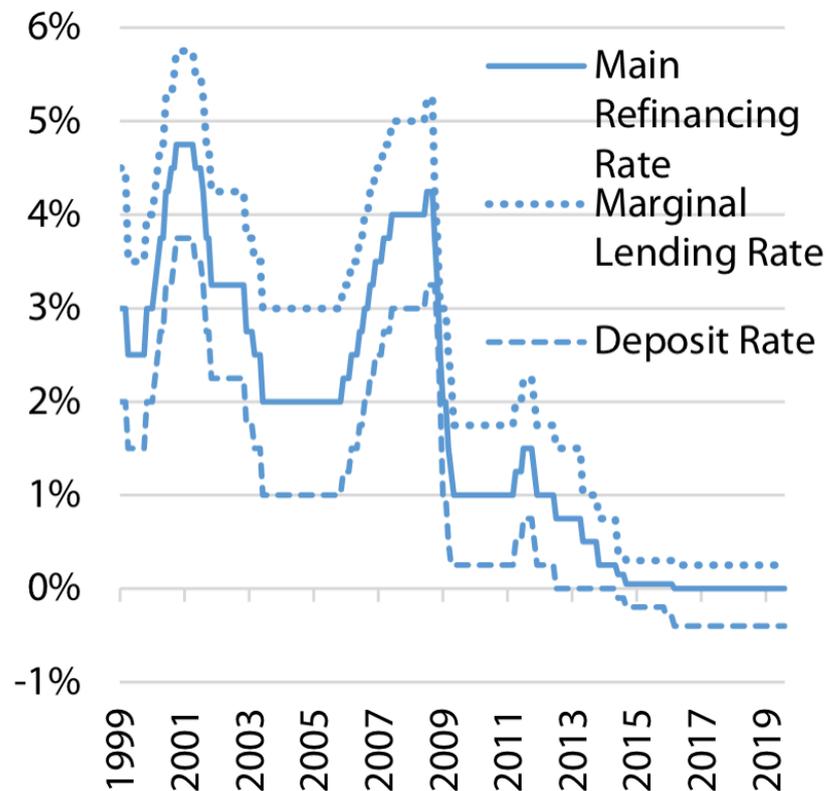
In ogni caso, se la banca centrale arriva allo ZLB, lo strumento dato dalla variazione del tasso di interesse diventa inutilizzabile ai fini della politica monetaria, lasciando l'istituzione metaforicamente disarmata, in quanto essa non sarebbe in grado di utilizzare un tasso inferiore allo zero senza cadere nella cosiddetta trappola della liquidità<sup>14</sup>.

L'abbassamento del tasso di interesse ha caratterizzato fortemente la politica monetaria dell'ultimo ventennio, come si dirà anche nel capitolo seguente, portando i tassi della banca centrale a livelli molto bassi: il seguente grafico<sup>15</sup> permette di osservare quale sia stato l'andamento dei tassi di interesse chiave della BCE dal 1999 al 2019 ed evidenzia chiaramente la variazione di cui si sta discutendo.

---

<sup>14</sup> La trappola della liquidità (*liquidity trap*) è una situazione economica in cui coloro che operano nel mercato preferiscono trattenere la liquidità in eccesso piuttosto che impiegarla sul mercato interbancario e di conseguenza la politica monetaria non riesce a produrre gli effetti voluti sull'economia nel suo complesso.

<sup>15</sup> Claeys G., Demertzis M., Papadia F., "*Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark?*", 2019



Il forte avvicinamento al limite inferiore fissato per la curva dei tassi ha posto un freno all'attività di abbassamento degli stessi condotta dalla banca centrale ed ha fatto sì che l'istituzione si avvallesse di nuovi strumenti di politica monetaria non convenzionali, che vengono in aiuto proprio in tali momenti di paralisi e forniscono nuovamente la banca centrale di strumenti utili ai fini del graduale raggiungimento di un nuovo livello di stabilità. Di seguito, verranno analizzati gli strumenti di politica monetaria non convenzionali ai quali è stato necessario ricorrere per riportare l'equilibrio nel mercato interbancario.

### 2.3.2 Forward Guidance

L'utilizzo di strumenti di politica monetaria convenzionali permette di indirizzare il sistema verso la direzione preferita per mantenere l'obiettivo relativo all'inflazione. Nel momento in cui però i tassi raggiungono lo *Zero Lower Bound* si rendono necessari degli interventi in grado non solo di riportare l'equilibrio, ma che permettano anche alla banca centrale di comunicare con gli operatori dei mercati finanziari in modo chiaro e trasparente. Dal luglio del 2013, proprio in un contesto caratterizzato da tassi vicini al loro limite inferiore e a seguito dell'utilizzo di tale strumento già da parte di diverse banche centrali, la Banca Centrale Europea decise di adottare la *forward guidance* sui tassi di interesse comunicando in una conferenza stampa la seguente affermazione: “*The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at the present or lower levels for an extended time*”<sup>16</sup>, a seguito della quale si assistette ad un immediato ribasso dei tassi di interesse sul mercato monetario. È bene, dunque, chiarire il concetto di *forward guidance*.

<sup>16</sup> Picault M., *Pricing the ECB's forward guidance with the EONIA swap curve*, 2016

La *forward guidance* relativa ai tassi di interesse consiste in una comunicazione da parte della banca centrale al pubblico di operatori circa la politica monetaria che si intende perseguire; attraverso l'utilizzo di affermazioni chiare ed esplicite la banca centrale si impegna a mantenere i tassi di interesse ad un livello predeterminato per un periodo di tempo. È interessante, inoltre, osservare come tramite la variazione dei tassi di interesse a breve termine, la banca centrale sia anche in grado di orientare indirettamente i tassi a lungo termine verso la stabilità: infatti, nel momento in cui la banca centrale decide quale strategia implementare per il futuro prossimo, le aspettative circa il tasso di interesse a breve termine di coloro che partecipano al mercato si aggiustano di conseguenza. Mediante lo studio della struttura dei tassi che viene a crearsi grazie alle aspettative, la banca centrale riesce ad influenzare i tassi a lungo termine: questa tipologia di indicazione prospettica fornita dalla banca centrale viene definita come “odisseica”<sup>17</sup> (*Odyssean*) in quanto allaccia saldamente la banca centrale ad un cammino prestabilito.

Esiste anche un altro elemento che si affianca alla componente odisseica e prevede, invece, che attraverso la *forward guidance* la banca centrale comunichi informazioni relative ai fondamentali macroeconomici; in tal modo la banca centrale rivela le aspettative che si hanno sul futuro prossimo in base alle informazioni attualmente possedute. Questa seconda componente viene definita “delfica” (*Delphic*).

Il fatto che la banca centrale si impegni a mantenere la parola data, tuttavia, implica che ciò sia fatto a prescindere dalle future evoluzioni macroeconomiche del sistema nel suo complesso; la decisione presa dalla banca centrale deve mostrarsi come incondizionata e credibile, al fine di poter al meglio assolvere alla funzione di infondere sicurezza nel pubblico, riducendo l'incertezza.

Quando la *forward guidance* venne implementata dalla BCE, parte di entrambi gli elementi confluirono nel comunicato; la componente delfica abbracciò l'ambito relativo ai tassi di interesse, infatti, venne data come prospettiva l'idea di mantenimento degli stessi al livello esistente se non più basso per un esteso periodo di tempo. Invece, l'elemento odisseico prese forma nell'individuazione della strategia da perseguire, ossia il mantenimento dell'obiettivo primario dell'area dell'euro. Attraverso l'utilizzo di tale strumento, la BCE fu in grado di infondere sicurezza nei mercati e contribuì a stabilizzare il sistema attraverso lo studio delle aspettative formatesi.

### **2.3.3 Fornitura di liquidità nel lungo periodo**

Durante un periodo di crisi, la crescente domanda di liquidità può dar vita ad ulteriori incertezze e contribuire a destabilizzare il mercato, se non soddisfatta; per ovviare a tale problematica la banca centrale è intervenuta con una serie di operazioni dirette ad aumentare le sue linee di credito, al fine di fornire liquidità ai mercati finanziari per periodi di tempo più ampi.

A seguito della crisi finanziaria del 2008, la Banca Centrale Europea ha provveduto a rintracciare una soluzione a tale richiesta da parte delle banche attraverso l'implementazione di un piano comprendente operazioni di rifinanziamento a lungo termine (*Long Term Refinancing Operations*, LTROs), con scadenza a

---

<sup>17</sup> Campbell, Evans, Fisher e Justiniano (2012)

tre, sei e dodici mesi. Attraverso tali operazioni, la BCE mirava innanzitutto a spingere più in là nel tempo la scadenza dei prestiti concessi alle banche e ad immettere liquidità nel sistema al fine di permettere a queste ultime di elargire prestiti ai privati. In seguito, tale operazione è stata attuata in altre due diverse occasioni: innanzitutto nel dicembre del 2011 per un valore di 489,191 miliardi di euro tramite un'asta che vide la partecipazione di 523 banche, e successivamente nel dicembre del 2012 per un valore di 529.53 miliardi di euro con la partecipazione di 800 banche. Nell'ambito di queste due occasioni la scadenza delle operazioni di rifinanziamento venne fissata a 3 anni con l'obiettivo di supportare l'attività di credito delle banche.

Accanto alle LTROs, si colloca un altro strumento, ovvero le TLTROs (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*) che possono essere definite come delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine mirate, che vengono anch'esse utilizzate per mettere a disposizione del sistema bancario maggiore liquidità. Nell'ambito dell'area dell'euro, tale strumento è stato utilizzato in tre diverse occasioni; innanzitutto, nel giugno del 2014 (TLTRO-I) attraverso otto aste e successivamente nel marzo del 2016 (TLTRO-II) attraverso quattro aste ed in entrambi i programmi il finanziamento ottenibile da ciascuna banca è dipeso dall'ammontare dei prestiti concessi ai privati; se non prestati all'economia reale, i fondi ottenuti dalle banche dovevano essere restituiti in anticipo rispetto alle scadenze previste dal piano. L'ultimo intervento ha avuto luogo, invece, nel marzo del 2019 (TLTRO-III); l'operazione è consistita nell'implementazione di TLTROs nel periodo tra la fine del 2019 e l'inizio del 2021 con scadenza a due anni. Tuttavia, l'emergenza causata dalla crisi da Covid-19 ha portato il Consiglio direttivo della BCE a introdurre condizioni più favorevoli che prenderanno forma tra il mese di giugno 2020 e 2021. La finalità di tali immissioni risulta comunque identica in tutte e tre le occasioni e consiste effettivamente nell'agevolare la trasmissione della politica monetaria nel settore bancario tramite la conservazione di condizioni di prestito favorevoli.

### **2.3.4 Quantitative Easing**

La crisi del 2007-2008 indusse la politica monetaria ad orientarsi verso una diminuzione generalizzata dei tassi di interesse nelle operazioni di rifinanziamento a lungo termine a livelli prossimi allo zero. Nonostante l'esistenza degli strumenti di politica monetaria già visti, operare ad un livello molto ravvicinato allo *Zero Lower Bound* rimane un'attività insidiosa, che necessita di tutte le risorse a disposizione della banca centrale per scongiurare un processo deflazionistico e una bassa crescita strutturale. Di fatti, proprio al fine di mantenere l'obiettivo della stabilità dei prezzi, per la prima volta nel marzo del 2015 la Banca Centrale Europea decise di lanciarsi nell'utilizzo di un nuovo strumento in aggiunta a quelli non convenzionali già visti, sulla scia di altre banche centrali che già avevano iniziato questo percorso, ovvero il cosiddetto *Quantitative Easing* (QE)<sup>18</sup>.

---

<sup>18</sup> Il *Quantitative Easing* attuato nell'area dell'euro prevedeva l'acquisto di 60 miliardi di euro al mese di titoli di Stato dei paesi aventi come moneta l'euro e di altri titoli obbligazionari presenti sul mercato europeo. Il programma ebbe una durata di 19 mesi, ovvero fino al settembre del 2016 per una spesa totale di 1140 miliardi di euro.

Il *Quantitative Easing* (alleggerimento quantitativo) consiste nell'acquisto da parte della banca centrale di titoli di Stato o di altre obbligazioni sul mercato al fine di supportare la crescita economica e permettere al tasso di inflazione di ritornare ad un livello vicino, ma sempre al di sotto, del 2% e si traduce concretamente in un'espansione del bilancio della banca centrale. Basti pensare che nel periodo intercorrente tra la sua prima implementazione nell'area dell'euro alla fine del luglio del 2015, l'ammontare di acquisti a titolo definitivo raggiunse un valore del 5%<sup>19</sup> del PIL. Attraverso l'acquisto di attività finanziarie, la banca centrale riduce la disponibilità di titoli sul mercato e aumenta, di contro, la liquidità; il bilancio della banca centrale si muove di conseguenza: aumentano i titoli detenuti in portafoglio e, dunque, le attività, ma contestualmente aumentano le passività, nella forma di riserve.

Il meccanismo attraverso il quale lo strumento prende forma inizia nel momento in cui la banca centrale acquista titoli presso le banche; ciò aumenta la domanda dei titoli in questione e, conseguentemente la loro appetibilità, facendo aumentare il prezzo degli stessi e iniettando liquidità nel sistema bancario. La diretta conseguenza di tale evento consiste nella diminuzione dei tassi di interesse, così prendere a prestito diventa meno oneroso e il pubblico di operatori è indotto a rivolgersi alle banche per ottenere denaro: in tal modo si concretizza il passaggio all'economia reale. È evidente, dunque, come, il QE non porti immediatamente alla creazione di liquidità, ma sia necessaria una trasformazione delle riserve presenti nel sistema bancario in prestiti per poter effettivamente raggiungere l'economia reale.

Dal *Quantitative Easing* è bene distinguere un ulteriore strumento che prende il nome di *Credit Easing*, anch'esso in grado di incidere sull'offerta di credito, che è stato utilizzato nell'area dell'euro: infatti, la BCE, prima di ricorrere al QE, tentò di abbassare i tassi di interesse prestando alle banche denaro a tassi vantaggiosi, dando così a queste ultime la possibilità di sanare i propri bilanci e ricominciare ad erogare credito al pubblico di richiedenti. L'obiettivo dell'operazione consisteva sempre nel rimettere in moto l'economia, tuttavia, al fine di raggiungerlo fu necessario intervenire con più forza. Nonostante mostri delle affinità al QE, il *Credit Easing* se ne distingue in quanto è uno strumento che non determina di per sé un effetto sulle dimensioni del bilancio della banca centrale, ma piuttosto permette una ricomposizione dello stesso, inserendovi attività caratterizzate da un rischio maggiore.

### **2.3.5 Tassi di interesse negativi**

A seguito della crisi finanziaria globale, che segnò una profonda frattura col periodo precedente, le economie mondiali risultavano particolarmente deboli ed il livello di inflazione molto basso; tale situazione fece sì che alcune banche centrali utilizzassero uno strumento di politica monetaria non convenzionale in grado di impattare sul mercato del credito: esso consistette nel portare i tassi di interesse sui depositi detenuti presso le banche centrali dal sistema bancario a valori negativi. Semplicemente, sarebbero state le banche stesse a pagare un determinato tasso alla banca centrale sui propri depositi e non, come comunemente

---

<sup>19</sup> Priftis R., Vogel L., *The macroeconomic effects of the ECB's evolving QE programme: a model-based analysis*, 2017

avviene, il contrario. La Banca Centrale Europea adottò questo sistema nel giugno del 2014 con l'obiettivo di stimolare l'economia, inducendo le singole banche ad utilizzare i fondi detenuti presso la banca centrale in maniera produttiva, quindi, concedendo prestiti ai privati che, conseguentemente, erano indotti a spendere un maggior quantitativo di denaro.

Esistono tuttavia degli ostacoli alla realizzazione dell'obiettivo che la banca centrale si prefissa di raggiungere tramite l'utilizzo dei tassi di interesse negativi e, in particolare, se ne possono rintracciare almeno due. Innanzitutto, il sistema bancario, invece di detenere le proprie riserve presso la banca centrale potrebbe decidere di tesaurizzarle, assicurandosi così un più elevato livello di liquidità e, nonostante questa scelta porti con sé degli ovvi costi, le banche godrebbero comunque della garanzia di fondi certi e immediatamente disponibili. Questa prima deviazione dal sentiero idealmente tracciato dalla banca centrale, non permette l'innescarsi del circolo virtuoso e pertanto non riuscirebbe a proporre nessuna spinta risolutiva all'economia colpita.

È presente, come detto, un ulteriore problema. Il dover pagare dei tassi di interesse sui depositi detenuti presso la banca centrale da parte delle singole banche potrebbe risultare troppo oneroso per queste ultime, soprattutto se si pensa che esse continuano a pagare degli interessi attivi a chi deposita presso di loro. Pertanto, seguirebbe una riduzione della redditività delle banche e tale conseguenza le renderebbe meno propense a prestare.

In entrambi i casi appena visti, il risultato ultimo dell'implementazione dello strumento induce le banche a contrarre il credito e conseguentemente viene a generarsi l'effetto opposto a quello desiderato dalla banca centrale. È pertanto necessario riuscire a gestire lo strumento in modo da poter trarre da esso i benefici relativi e porre un correttivo agli eventuali ostacoli che possono incontrarsi.

## CAPITOLO III

### 3.1 Dinamiche di una crisi finanziaria

La storia dell'economia moderna è stata profondamente segnata da un drastico evento, il cui arrivo ha colto impreparati tutti coloro che ne hanno subito gli effetti, ed ha avuto inizio nel 2007, all'interno degli Stati Uniti, per poi varcare i confini del paese e dirigersi oltreoceano, verso il resto del mondo. Al fine di comprendere al meglio ciò che accadde in quegli anni, è bene analizzare in via generale quali siano le dinamiche attraverso cui si realizza una crisi finanziaria nelle economie avanzate e come questa possa trasmettersi rapidamente ad altri sistemi vicini.

Una crisi finanziaria può esser definita come una forte perturbazione dei mercati finanziari in cui i prezzi delle attività finanziarie si abbassano vertiginosamente e contemporaneamente diverse istituzioni finanziarie falliscono; in più, le informazioni disponibili sul mercato si riducono lasciando spazio all'incertezza e alimentando le frizioni finanziarie<sup>20</sup>. Nella prima fase, in cui la crisi inizia a far temere la propria presenza, la forma in cui essa può presentarsi non è unica, infatti, si può assistere a fenomeni come un'espansione e seguente contrazione dell'erogazione del credito o ancora un crollo dei prezzi delle attività<sup>21</sup>, che causino un deterioramento dei bilanci delle istituzioni finanziarie. A questo punto subentra una seconda fase, in cui la crisi inizia ad intaccare il funzionamento del settore bancario: infatti, la difficoltà operativa e l'alterazione del bilancio portano determinate istituzioni finanziarie all'insolvenza, primo passo verso la dichiarazione di fallimento. Questo campanello d'allarme, se avvertito dagli operatori come particolarmente diffuso, genera a sua volta il cosiddetto "panico bancario", con il conseguente fallimento di diverse istituzioni. Come già detto nel primo capitolo, l'istituzione che custodisce la moneta, per poter operare al meglio, necessita della fiducia del pubblico nella propria solidità; il dilagare dell'incertezza altera la concezione della stessa e ne espone le debolezze, inducendo gli operatori a mettere al sicuro i propri risparmi richiedendo in massa la restituzione dei propri fondi attraverso una corsa agli sportelli (*bank run*). La banca, incapace di restituire tali fondi per mancanza di liquidità, si trova costretta a vendere (*fire sale*) le proprie attività sul mercato, aumentando l'offerta delle stesse e causando la diminuzione del relativo prezzo. Il fallimento generalizzato di più banche lascia sul mercato soltanto le più resistenti e, pertanto, causa una diminuzione delle informazioni disponibili ed un aumento dell'incertezza.

---

<sup>20</sup> Il fenomeno delle frizioni finanziarie prende vita a causa delle asimmetrie informative esistenti sul mercato e si concretizza nel malfunzionamento del meccanismo di trasferimento dei fondi dagli operatori che presentano un eccesso di liquidità a coloro che invece ne sono carenti e che avrebbero la possibilità di utilizzarli in maniera produttiva.

<sup>21</sup> Nel momento in cui il prezzo di una attività si innalza ad un livello molto superiore rispetto al proprio valore economico fondamentale, si genera una "bolla finanziaria dei prezzi delle attività"; quando la bolla scoppia, allora i prezzi delle attività ritornano rapidamente al proprio valore fondamentale e coloro che ne erano in possesso subiscono un'erosione della propria ricchezza.

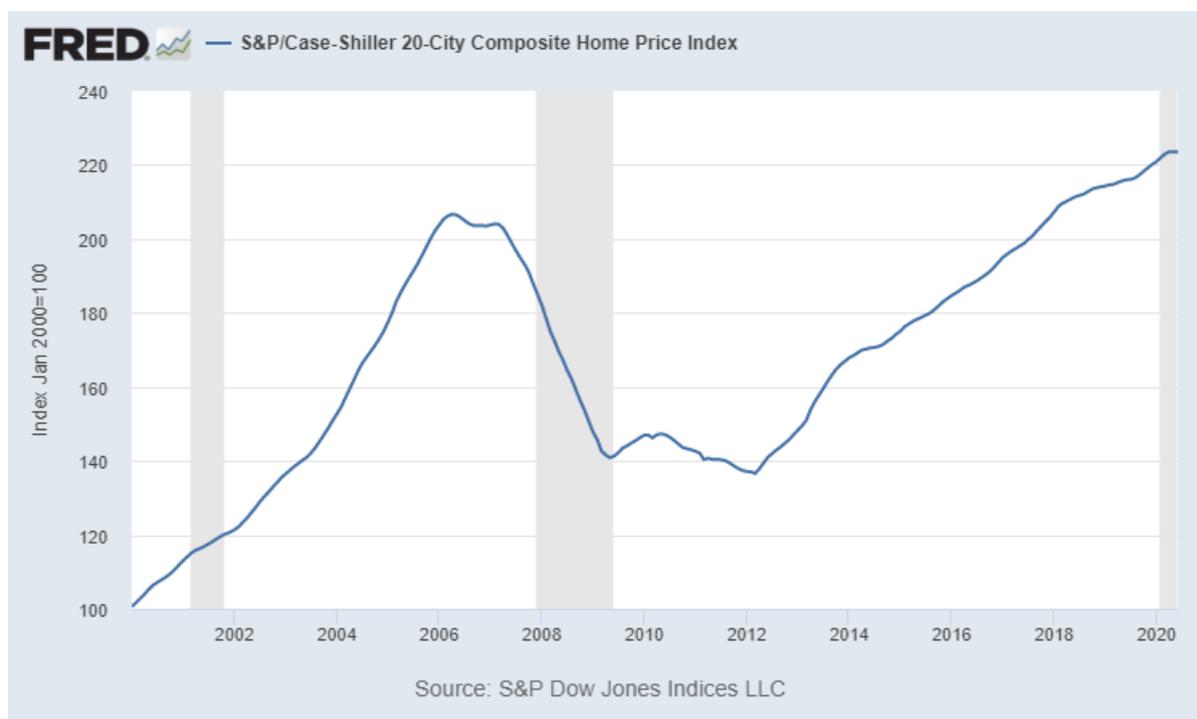
Al fine di far ritornare la stabilità, diventa necessario l'intervento delle autorità competenti, le quali, imponendo l'uscita delle imprese insolventi e regolando l'attività di quelle rimaste, riesce a riequilibrare il funzionamento dei mercati.

Il finale descritto, tuttavia, non risulta l'unico possibile: il processo di ripresa, infatti, può essere ostacolato se la diminuzione dei prezzi risulta eccessiva; in tal caso, si verifica il fenomeno di deflazione del debito<sup>22</sup>, in cui si assiste ad un ulteriore deterioramento del capitale netto delle imprese e ad un prolungamento del processo di ripresa.

Infine, a causa della crescente globalizzazione e delle interconnessioni che legano i mercati finanziari di diversi paesi, la crisi finanziaria può trasmettersi da un mercato ad un altro con elevata velocità ed è stato proprio questo fattore a contribuire a rendere la crisi statunitense una crisi globale, arrivando anche sul mercato europeo, di cui si parlerà approfonditamente in seguito.

### 3.2 La crisi finanziaria del 2007-2008: un quadro generale

La crisi finanziaria che si verificò all'inizio dell'attuale secolo prese forma in un contesto di grande prosperità, che nulla fece sospettare circa quanto sarebbe successivamente accaduto; basti osservare l'andamento dei prezzi degli immobili nel mercato statunitense, rappresentato nella figura<sup>23</sup> di seguito, per comprendere di che portata fosse il *boom* che si stava verificando dalla fine degli anni '90.



<sup>22</sup> Il fenomeno della deflazione del debito prese forma in modo pervasivo durante la Grande depressione, nonché la più grande contrazione economica mai avvenuta all'interno degli Stati Uniti, verificatasi nel 1929, con il famoso crollo della borsa di Wall Street. La fase di deflazione prese avvio durante il 1930 e causò un crollo dei prezzi per un valore del 25%; inoltre, non si limitò all'economia statunitense, ma si diffuse rapidamente nel resto del mondo, generando drastici effetti sulle economie mondiali, soprattutto relativamente agli scambi internazionali e al livello dell'occupazione.

<sup>23</sup> <https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>

Nello specifico caso americano, l'impennata dei prezzi delle abitazioni (il cui mercato fu tra i primi a cedere una volta manifestatasi la crisi) si rivelò presto insostenibile e nel raggiungere il proprio apice venne alimentata non solo da aspettative irrazionali ma anche da attività di credito particolarmente rischiose da parte degli intermediari. Infatti, le istituzioni finanziarie si erano cimentate in una fitta attività di erogazione del credito a soggetti che non presentavano una sufficiente stabilità economica e ai quali ci si riferiva con il termine NINJA (*No Income No Job or Assets*); la mitigazione del rischio derivante da tali prestiti era favorita dal processo di cartolarizzazione, con il quale venivano aggregati più titoli, che davano vita a dei pacchetti, i quali, a loro volta, venivano scambiati ad un determinato prezzo e non erano in grado di riflettere il vero rischio contenuto. Il processo evidenziato alimentò una bolla dei prezzi delle abitazioni sempre di maggior portata, la quale, alla fine del 2006 – immediatamente dopo che i prezzi delle abitazioni avessero raggiunto il proprio massimo – scoppiò, causandone una vertiginosa caduta e un rapido riavvicinamento dei valori degli immobili ai loro fondamentali.

La grande sicurezza nutrita nei confronti della stabilità delle istituzioni e l'eccessivo entusiasmo mostrato nell'attività di credito dalle istituzioni si sommarono anche ad un altrettanto vivace processo di elaborazione di nuovi prodotti<sup>24</sup> sul mercato finanziario ed alla nascita di nuovi intermediari<sup>25</sup>, il cui operato non veniva propriamente controllato dalle autorità competenti.

La crisi non tardò a generare gli effetti già presentati nel primo paragrafo, deteriorando i bilanci delle imprese e trasmettendosi rapidamente al settore bancario. Ad essere particolarmente colpite, furono quelle istituzioni che si erano attivamente cimentate nell'investimento in titoli legati ai mutui *subprime*: per ricordarne alcuni, è sufficiente pensare che nel marzo del 2008, Bear Stearns, quinta banca di investimento statunitense, fu costretta a farsi acquisire da J.P. Morgan per un valore irrisorio e su garanzia della Federal Reserve; dopo pochi mesi, due società private aventi lo status di *Government-Sponsored Enterprise*, Freddie Mac e Fannie Mae, necessitarono di un forte aiuto della Federal Reserve per continuare ad operare e finirono con l'esser sottoposte ad amministrazione controllata dal governo; infine, il 15 settembre 2008 la quarta banca di investimento americana, la Lehman Brothers, fallì, passando alla storia come il più grave caso di bancarotta mai avvenuto negli USA.

Per quanto riguarda l'ambito relativo alla Banca Centrale Europea, la crisi finanziaria iniziò a farsi avvertire nell'agosto del 2007 per poi esplodere nel corso dell'anno successivo. Nell'analisi dell'evoluzione della crisi nell'Eurozona, è possibile distinguere tra tre diverse fasi in base all'intensità della stessa e alle reazioni della BCE: un primo periodo ha inizio il 9 agosto 2007, momento dal quale si iniziano ad avvertire

---

<sup>24</sup> Un esempio interessante riguardo le innovazioni finanziarie avute nel periodo antecedente la crisi finanziaria si colloca nell'ambito dei derivati di credito, i *Credit Default Swap* (CDS). I CDS nascono negli anni '90 ad opera di J.P. Morgan e svolgono un ruolo assicurativo, cioè colui che volesse coprirsi contro il rischio di credito, poteva pagare periodicamente un premio fisso di modo che, in caso di fallimento o *downgrading* della società in questione, avrebbe ricevuto un pagamento.

<sup>25</sup> Si parla del cosiddetto *shadow banking system*, ovvero il sistema di intermediari non regolamentati e non controllati che si sostituirono al sistema bancario nell'erogazione del credito (ad esempio, fondi sovrani, *private equity funds* e *hedge funds*).

le prime turbolenze causate dalla crisi e che vedrà un intervento della banca centrale prevalentemente mediante l'utilizzo di politiche monetarie convenzionali; una seconda fase ha inizio, invece, il 15 settembre 2008, anno in cui la BCE verrà pienamente travolta dalla crisi ed agirà attraverso una serie di nuovi strumenti non convenzionali fino alla terza ed ultima fase, in cui l'obiettivo diventa quello di dirigersi a lenti passi verso l'uscita dalla crisi, intorno alla fine del 2009.

### **3.2.1 La prima fase: l'arrivo della crisi nel mercato europeo**

Il 9 agosto 2007, il mercato interbancario europeo percepì per la prima volta l'arrivo della crisi finanziaria: l'incertezza prese forma in maniera pervasiva all'interno dei mercati ed il commercio tra stati iniziò ad essere fortemente compromesso. Come stava parallelamente accadendo in altre economie avanzate (per esempio, USA o Regno Unito), nell'area dell'euro i tassi a breve termine del mercato monetario (come l'EONIA) e gli *spread* iniziarono ad aumentare costantemente, portando alla luce tutte le debolezze presenti nel mercato finanziario. La BCE fu la prima banca centrale a reagire a tale situazione, intervenendo nel giorno stesso in cui i timori si fecero avvertire, attraverso un aumento delle operazioni di rifinanziamento principali per un valore di 95 miliardi di euro: l'operazione – che si prefigurò come il primo di una lunga serie di successivi interventi – fu condotta ad un tasso fisso e fu in grado di soddisfare l'intera domanda delle banche; questo momento segnò un'importante cambiamento nel ruolo della banca centrale all'interno del mercato interbancario, che, infatti, da allora diventò gradualmente sempre più pervasivo.

Nonostante l'ingente immissione di liquidità, la pressione sui mercati rimase elevata, al punto da non riuscire a spingere le controparti ad erogare credito a causa del timore di un inatteso bisogno di liquidità. Pertanto, la BCE si impegnò in tre operazioni di *fine tuning* che, a differenza del primo intervento, furono condotte con tassi variabili. La conseguenza immediata delle operazioni fu una significativa riduzione dell'incertezza sui mercati e un'attenuazione delle tensioni esistenti nel breve periodo; l'aumento dell'offerta di liquidità pose, infatti, un argine al panico avvertito sul mercato interbancario, evitando che lo stesso raggiungesse anche l'economia reale.

Tuttavia, l'apparente stabilità apportata al mercato venne messa nuovamente in pericolo nei mesi successivi; dal momento che l'attività nel lungo periodo rimaneva particolarmente incerta, la BCE decise di intervenire sulle scadenze delle operazioni di rifinanziamento, allungando le stesse da tre a sei mesi e ciò fu fatto prevalentemente attraverso delle LTROs che permisero alle controparti di ridurre il proprio bisogno di liquidità.

Relativamente al periodo considerato, è possibile rintracciare alcuni elementi di interesse che caratterizzarono l'intervento della BCE: innanzitutto, come già precedentemente accennato, tutte le misure adottate ricaddero nell'esistente ambito operativo dell'Eurozona (si ricorse, infatti, prevalentemente a misure convenzionali) ed esse si dimostrarono inizialmente sufficienti ad avvicinare i tassi di interesse del mercato monetario a breve termine al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale fissato dalla BCE; secondariamente, le operazioni di politica monetaria si rivelarono in grado di mantenere i tassi di interesse

del mercato monetario a breve termine in linea con quanto stabilito nelle decisioni di politica monetaria. Infine, la BCE adottò il sistema di rendere chiara ed esplicita la propria intenzione riguardo la gestione della liquidità con l'obiettivo di ridurre le insicurezze esistenti sul mercato interbancario attraverso conferenze stampa o pubblicazioni sui propri canali.

Nonostante le misure adottate, tuttavia, la volatilità dei tassi del mercato monetario rimase significativamente elevata, come anche gli *spread* del mercato stesso su scadenze più lunghe.

### **3.2.2 La seconda fase: l'esplosione della crisi**

L'agitazione e l'incertezza che avevano afflitto i mercati finanziari tra la metà del 2007 e del 2008 non tardarono a trasformarsi in una vera e propria crisi finanziaria di portata globale: il momento di svolta che identifica tale passaggio combacia con il tracollo finanziario della Lehman Brothers, il 15 settembre 2008, e segna l'ingresso in una nuova fase della crisi. L'evento impattò fortemente sui mercati, causando un aumento della volatilità e della sfiducia degli operatori verso le istituzioni; in più le asimmetrie informative, il rischio di liquidità e il rischio di controparte<sup>26</sup> presero il sopravvento sul funzionamento del sistema, generando ulteriori inefficienze.

In un contesto così disastroso, fu necessario un intervento duro e preciso da parte delle banche centrali; in particolare, la BCE decise di coordinare la propria azione con quella di altre cinque banche centrali<sup>27</sup> e la collaborazione si concretizzò l'8 ottobre del 2008 in un annuncio relativo alla riduzione dei tassi di interesse<sup>28</sup> chiave.

Oltre all'intervento menzionato, la BCE mise in atto una serie di misure non convenzionali in risposta alla crisi e all'incertezza circa la gestione della liquidità: innanzitutto, dall'ottobre del 2008, iniziò una costante attività di fornitura di liquidità a un tasso fisso per le banche dell'Eurozona, contro garanzia, con lo scopo di agevolare l'accesso al credito e porre un primo correttivo al diffusissimo rischio di liquidità. A tale operazione si accompagnò un ampliamento delle attività che la banca centrale era disposta ad accettare come garanzia, che si protrasse fino alla fine del 2010. Per sostenere la domanda di liquidità nel lungo periodo, inoltre, la banca centrale, intervenne con una serie di LTROs in grado di allungare la scadenza dei prestiti fino a dodici mesi.

Il sistema bancario, inoltre, avvertiva l'ulteriore necessità di veder finanziate le attività in dollari che deteneva, pertanto la BCE si impegnò in tal senso fornendo liquidità anche in altre valute, ed in particolare

---

<sup>26</sup> Il rischio di liquidità è uno dei principali rischi che una banca può trovarsi ad affrontare durante la propria vita. Esso consiste nella possibilità che una banca subisca una riduzione delle proprie passività (quindi, delle sue fonti di finanziamento). In tal modo, la banca rischia di non poter soddisfare la domanda dei propri depositanti e deve agire rapidamente, ristrutturando le componenti del proprio bilancio. Altro rischio di grande importanza è il rischio di controparte, che si concretizza nell'inadempimento della controparte di un'operazione nei termini stabiliti dal contratto: questa tipologia di rischio si trasmette facilmente e può generare un effetto a catena all'interno del mercato.

<sup>27</sup> Le altre cinque banche centrali che agirono coordinatamente alla Banca Centrale Europea furono la Bank of England, la Bank of Canada, la Sveriges Riksbank, il Federal Reserve System e la Swiss National Bank.

<sup>28</sup> In particolare, la BCE ridusse i tassi sui depositi di 50 punti base e restrinse il corridoio dei tassi di 100 punti base (portandolo da 200 a 100 punti base). L'obiettivo del restringimento del corridoio dei tassi era quello di fornire delle condizioni più favorevoli alle singole banche per la gestione della liquidità.

in dollari, e anche in questo caso decise di coordinare la propria azione a quella di altre banche centrali, con l'obiettivo di aumentare la fornitura di liquidità in euro anche ai settori bancari afferenti all'area di queste ultime.

Infine, la BCE si è cimentata in un programma di acquisto di obbligazioni garantite<sup>29</sup> denominate in euro, noto come *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP), che fu annunciato il 7 maggio del 2009 al fine di stimolare il relativo mercato, gravemente intaccato dalla crisi. Furono messi in atto acquisti per un valore totale di 60 miliardi di euro in un periodo di 12 mesi (fino a giugno 2010, mese in cui il programma fu completato) e, in particolare, furono acquistati 422 diversi titoli, di cui il 27% sul mercato primario ed il 73% sul mercato secondario. Il programma risultò vincente nel raggiungere i propri obiettivi, infatti, il mercato delle obbligazioni garantite ne uscì rivitalizzato e venne in parte ripristinata la fiducia verso l'attività di credito condotta dalle banche dell'Eurozona.

Nel suo evolversi, la crisi ha portato alla luce sfide sempre più impegnative per la BCE, la cui risposta è risultata efficace sotto diversi aspetti: innanzitutto, durante il periodo della crisi, le aspettative relative all'inflazione nell'area dell'euro sono rimaste ben ancorate all'obiettivo della stabilità dei prezzi. Inoltre, l'attività di immissione di liquidità nel mercato in misura così elevata ha contribuito a ridurre la pressione sui tassi del mercato monetario ed ha agevolato l'accesso al credito alle banche bisognose, in modo da poter permettere alle stesse di prestare all'economia reale. Ciò ha comportato una graduale riduzione dei tassi a breve termine sui prestiti e come risultato si è giunti ad una consistente riduzione della volatilità del mercato finanziario.

### **3.2.3 La terza fase: la graduale uscita dalla crisi**

La crisi finanziaria fu in grado di compromettere profondamente il funzionamento del canale del credito e la mancanza di apposite misure avrebbe comportato il protrarsi della stessa per un periodo molto lungo; l'intervento tempestivo della BCE ha scongiurato questa ipotesi e tramite gli strumenti di politica monetaria visti essa è riuscita a controllare l'andamento dei mercati; tuttavia, risultava chiaro che le politiche adottate non potessero avere durata illimitata e pertanto la banca centrale stessa esplicitò che la loro attuazione sarebbe proseguita fino a che la situazione non fosse ritornata alla normalità.

La strategia che la BCE aveva strutturato per uscire dalla crisi consisteva nel focalizzarsi sul medio termine, in modo da poter al meglio rispettare l'obiettivo primario dell'area dell'euro e tornare lentamente al regolare funzionamento del mercato. Così, il 3 dicembre 2009 la BCE annunciò l'avvio della graduale fase di uscita dalle misure non convenzionali il cui utilizzo non era più necessario ed al contempo, esplicitò che avrebbe continuato a fornire il proprio supporto al sistema bancario per accompagnarlo in maniera sicura verso la definitiva uscita dalla crisi.

Per l'area dell'euro, tuttavia, ci fu una deviazione dal percorso sperato e, così, nei primi mesi del 2010 si comprese chiaramente che il cammino verso la ripresa sarebbe stato ancora lungo.

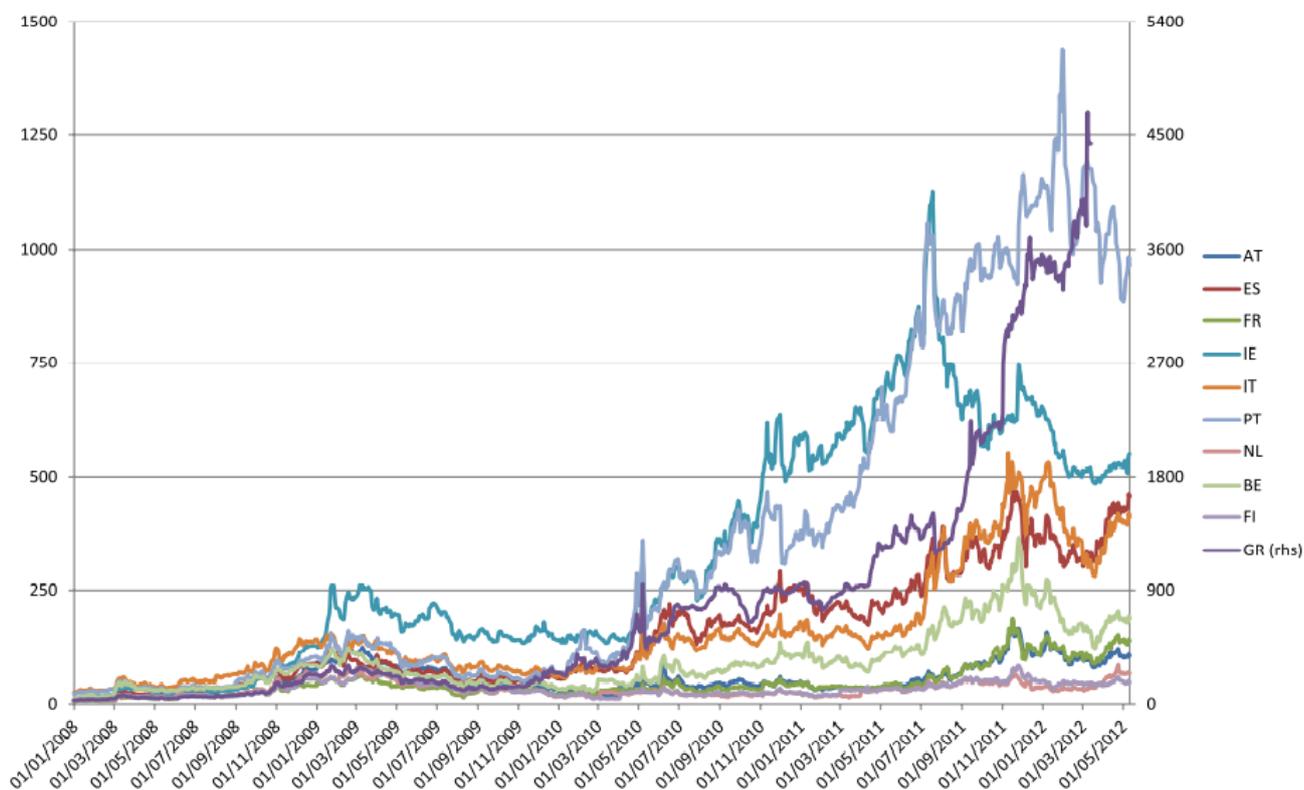
---

<sup>29</sup> Le tipologie di obbligazioni che furono prevalentemente acquistate dalla BCE avevano scadenza a tre o sette anni.

### 3.3 La crisi del debito sovrano europeo

La crisi finanziaria del 2008 colpì gravemente vari settori, dal sistema bancario fino all'economia reale e, a volte direttamente a volte indirettamente, arrecò danni a tutti coloro i cui affari si svolgevano nelle aree colpite. In particolare, i singoli stati appartenenti all'Eurozona avevano fortemente sofferto l'evolvere della crisi, i cui effetti avevano contagiato i loro titoli di debito e sostanzialmente stravolto i bilanci pubblici. Infatti, la consistenza di questi ultimi era stata particolarmente minata dalle difficoltà che gli istituti di credito avevano dovuto affrontare e dal (a volte necessario) salvataggio di alcuni di essi: in tal senso, la crisi contribuì ad accentuare le difficoltà esistenti nel bilancio di ogni stato e ad alimentare le disuguaglianze, al punto da aprire una frattura tra due gruppi all'interno dell'area, che vedeva da un lato le economie con un debito pubblico contenuto e un deficit più basso – in cui la Germania era la prima della lista – e dall'altro delle economie più vulnerabili, caratterizzate da un debito pubblico più elevato e da un deficit in crescita – ovvero, Portogallo, Irlanda, Grecia, Spagna e infine, Italia. Il timore che maggiormente affliggeva l'Eurozona era legato alla possibilità che tali paesi non fossero in grado di ripagare il proprio debito pubblico e veniva alimentato ancor di più dall'espandersi dei loro deficit di bilancio.

In risposta alla situazione, i tassi di interesse iniziarono ad aumentare pericolosamente soprattutto nei paesi considerati più deboli e il divario che già era stato percepito assunse maggiore consistenza (come risulta anche evidente nella figura<sup>30</sup> riportata di seguito, che rappresenta l'andamento dei tassi di interesse sui titoli di Stato decennali).



<sup>30</sup> Drudi F., Durré A., Mongelli F., *The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy: The Case of the Eurozone*, 2012

Il primo stato a mostrare evidenti segni di cedimento fu la Grecia, quando, con l'arrivo del nuovo governo nell'autunno del 2009, iniziarono ad emergere le gravi difficoltà del paese: ciò che fuoriuscì fu a dir poco eclatante e scatenò grande preoccupazione all'interno del mercato del debito pubblico. La revisione del deficit pubblico rilasciato dal nuovo governo nel novembre del 2009 svelò un incremento dello stesso da 8,2% a 12,5% del PIL: la conoscenza di tali squilibri, che erano fino ad allora stati nascosti, non solo destò forte incertezza circa la sostenibilità del debito pubblico greco, ma fece perdere credibilità ai dati da essi raccolti, generando una forte sfiducia nello stato. La diretta conseguenza fu rapida e particolarmente dura: dopo solo pochi giorni, i titoli di stato della Grecia subirono un forte *downgrading* che li riclassificò nella categoria di *junk bonds*<sup>31</sup>. Così, il 10 maggio del 2010, lo *spread* tra i titoli di stato decennali tedeschi e quelli greci raggiunse il proprio massimo storico (1.000 punti base). A partire da questo momento, gli altri paesi etichettati come più deboli furono oggetto di simili preoccupazioni e l'impatto sul mercato dei titoli di stato fu fortemente negativo; il rischio a cui si temeva di essere esposti era quello che le dinamiche che stavano affliggendo tali stati potesse infettare il funzionamento del mercato, causando una carenza di liquidità non solo per sé stessi ma per l'intera area dell'euro.

L'evidente deterioramento del funzionamento del mercato richiese un intervento efficace da parte della BCE, la quale, a partire dal maggio del 2010, sotto il cosiddetto *Securities Markets Programme* (SMP), si cimentò in una attività di espansione del proprio portafoglio sul mercato secondario mediante l'acquisto di titoli da istituti di credito presenti sui mercati dei titoli di debito pubblici e privati. Tuttavia, l'operazione messa in atto non risultò risolutiva e fu presto necessario un nuovo intervento, nella metà del 2011, a causa di un nuovo intensificarsi delle tensioni sul mercato finanziario e del peggioramento delle condizioni di altri paesi dell'area dell'euro, tra cui l'Italia, il cui rendimento dei BTP decennali si era avvicinato al 7%. Pertanto, la BCE intervenne conducendo un nuovo CBPP (si parla, infatti, di CBPP2) per un valore di 40 miliardi di euro e si preoccupò di abbassare i tassi di interesse in due diversi momenti, prima nel novembre e poi nel dicembre del 2011 per un totale di 50 punti base. Inoltre, a sostegno del sistema bancario, che minacciava presto di cedere a fronte di mancanza di liquidità, fu messo in atto un pronto intervento, che si concretizzò in due operazioni di rifinanziamento (LTROs) condotte tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 della durata di 12 e 13 mesi; ad esse, si affiancarono nel dicembre del 2011 e nel febbraio del 2012 altre due operazioni di durata triennale, denominate *Very-Long-Term Refinancing Operations* (VLTROs). Le operazioni hanno avuto esiti sostanzialmente positivi, ma comunque insufficienti a risanare totalmente quanto stava accadendo sui mercati finanziari

Un'ondata di tranquillità venne percepita solo in seguito, quando nell'estate del 2012 il presidente della BCE, Mario Draghi, in un comunicato di significativa importanza, dichiarò che la banca centrale era più che pronta a fare tutto il necessario<sup>32</sup> per salvare l'euro. Dopo qualche giorno dal discorso del presidente,

---

<sup>31</sup> I *junk bond*, o anche "obbligazioni spazzatura" sono quei titoli il cui rating si colloca alla base della piramide relativa; sono caratterizzati da un elevato rischio e vengono considerati speculativi.

<sup>32</sup> Le parole esatte pronunciate da Mario Draghi furono "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough"; nonostante la BCE non svolgesse normalmente il ruolo di

venne annunciato l'*Outright Monetary Transaction* (OMT), che divenne operativo soltanto dal 6 settembre dello stesso anno. L'operazione consisteva nell'acquisto di titoli governativi da parte della BCE sul mercato secondario, sotto delle rigide condizioni, con l'obiettivo non solo di garantire la salvaguardia di una corretta trasmissione della politica monetaria, ma anche l'omogeneità della stessa su tutta l'area dell'euro ("*safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of monetary policy*"). I due eventi insieme – il discorso del presidente della BCE e il lancio dell'OMT – ebbero un effetto positivo sui mercati, i quali si rilassarono rispetto al periodo precedente e recepirono il forte messaggio che la BCE aveva voluto lanciare circa le proprie intenzioni.

Nonostante le operazioni messe in atto, il fatto che l'Unione mostrasse al suo interno delle realtà così eterogenee si pose come un ostacolo all'efficacia totale delle misure utilizzate e non permise un netto miglioramento del funzionamento del canale del credito per quei paesi che più ne avevano bisogno. In questo contesto di tensioni e di tassi prossimi allo zero, le prospettive di inflazione rimanevano a livelli molto inferiori rispetto a quelle previste dal Trattato e fu pertanto necessario intervenire con decisione e mediante strumenti particolarmente innovativi rispetto a quelli precedentemente utilizzati, affiancandoli comunque con strumenti già noti. Nel settembre del 2014, infatti, si ricorse all'utilizzo di TLTROs e l'acquisto di titoli ABS e *covered bonds*; ma ciò che ebbe una grande rilevanza, in questo periodo, fu l'introduzione di tassi negativi nell'area dell'euro. La BCE fu la prima tra le banche centrali di maggiore importanza ad utilizzare tassi di interesse negativi sui propri depositi, portando il *deposit facility rate* a meno 0,4%<sup>33</sup>, con l'obiettivo principale di garantire la stabilità dei prezzi e di far volgere le attenzioni delle banche non più verso i depositi della banca centrale, ma piuttosto verso l'erogazione del credito a imprese e famiglie.

Intorno alla fine del 2014 venne predisposta l'attuazione di altri due programmi, in particolare il CBPP3, ovvero il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite e, di seguito, l'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP), finalizzato all'acquisto di titoli emessi a seguito della cartolarizzazione dei prestiti bancari: entrambi questi progetti andarono ad inserirsi nel contesto di espansione dell'*Asset Purchase Programme* (APP), annunciato nel mese di gennaio del 2015, e contribuirono ad una forte crescita del bilancio della BCE. Sempre nello stesso ambito si collocano altri due programmi, ovvero il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), consistente nell'acquisto di titoli emessi da società private (che non siano bancarie) esistenti nell'Eurozona, lanciato il 9 giugno 2016, e, infine, il *Public Sector Purchase Programme*, PSPP, consistente nella più larga parte dell'APP, tramite cui la BCE – il 9 marzo del 2015 – andò a sommarsi a tutte quelle altre banche che avevano già utilizzato il *Quantitative Easing*.

---

prestatore di ultima istanza, le parole del presidente della BCE lasciarono intendere che la banca centrale era pronta ad avvicinarsi molto a tale concetto e a far il possibile per salvare la moneta unica.

<sup>33</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161003.en.html>

Gli strumenti citati ebbero un impatto positivo sul mercato e sul livello dell'inflazione; richiesero però degli aggiustamenti nel tempo, al fine di continuare ad assecondare la crescita economica dei paesi interessati e per evitare l'innescarsi di un circolo deflazionistico, come in passato era capitato. Infatti, nel dicembre del 2016 si decise di estendere l'APP fino alla fine del 2017 e, in seguito, fino alla fine del 2018, con una riduzione dei volumi acquistati di 15 miliardi di euro. Parallelamente, a partire dal giugno del 2016 fino al marzo del 2017, si lanciarono diverse TLTROs (note come TLTROsII) con scadenza a quattro anni.

Al quadro racchiudente tutte le misure adottate dalla BCE, si sommò, infine, un ulteriore tassello, rappresentato dall'utilizzo della *forward guidance*. Come già discusso nel capitolo precedente in sede di analisi dello strumento, esso venne utilizzato per la prima volta nell'estate del 2013; da allora, la *forward guidance* subì un'evoluzione: mentre la sua funzione del 2013 si poneva lo scopo di chiarire la funzione di reazione della BCE relativamente ai tassi di interesse, quella utilizzata nel gennaio del 2015 per annunciare l'espansione dell'APP, implicò elementi molto più complessi in quanto portava con sé una serie di valutazioni più approfondite relativamente alla situazione esistente. E di simile struttura fu anche quella utilizzata nel marzo del 2016 per l'annuncio dell'incremento dell'APP da 60 a 80 miliardi di euro; questa fu la prima volta in cui la *forward guidance* sui tassi di interesse veniva legata all'APP. Lo strumento venne utilizzato nuovamente nel mese di giugno del 2018 per annunciare che il programma di acquisto dei titoli sarebbe terminato in via anticipata ed in quest'occasione si assistette alla separazione dell'APP dalla *forward guidance* sui tassi di interesse. In particolare, venne annunciato quanto segue: “*the Governing Council expects key interest rates to remain at the present level at least through the summer of 2019 and, in any case, as long as necessary to ensure . . . the continued sustained convergence of inflation to levels that are below, but close to, 2 percent over the medium term*”<sup>34</sup>. La BCE, dunque, chiarì di volersi concentrare sul proprio obiettivo primario, per poter finalmente riportare la stabilità all'interno dei mercati.

### 3.4 La crisi da COVID-19

La crisi finanziaria affrontata nel primo decennio dell'attuale secolo costituisce una grande lezione per la BCE: ciò che in passato ha ostacolato fortemente il cammino dell'Eurozona ed è stato gradualmente superato, ad oggi potrebbe – e, riguardo determinati aspetti, dovrebbe – essere di aiuto per comprendere come muoversi in situazioni analoghe. L'arrivo della pandemia da COVID-19 ha turbato profondamente l'andamento dell'economia europea e si è manifestato in maniera tanto rapida da non lasciare ampio margine di riflessione su quali misure adottare. La BCE è stata pertanto costretta ad agire in tempi rapidi e, piuttosto che optare, come in passato, per la riduzione dei tassi di interesse, ha deciso di rivolgersi verso l'espansione dell'acquisto di attività e il sostegno del settore bancario nell'erogazione del credito.

Il mese di marzo diventa un momento cruciale nel periodo considerato: la crescita esponenziale dei contagi, svela la gravità della situazione e diversi paesi europei iniziano a sperimentare i primi *lockdown*.

---

<sup>34</sup> Hartmann P., Smets F., *The European Central Bank's Monetary Policy during Its First 20 Years*, 2018

La prima risposta che la BCE decide di dare alla crisi, arriva proprio il 12 marzo, attraverso l'annuncio di misure relative all'immissione di liquidità nei mercati attraverso TLTROs<sup>35</sup> e LTROs; un'altra misura è consistita nell'espandere l'attuazione del CSPP ai *commercial paper* emessi dalle società non finanziarie dei paesi appartenenti all'area dell'euro.

L'aumento dei tassi di interesse<sup>36</sup> registratosi in diversi paesi dell'area dell'euro ha, inoltre, portato – il 18 marzo del 2020 – il Consiglio della BCE a deliberare il lancio di un nuovo programma di acquisto temporaneo di attività di titoli del settore privato e pubblico, al fine di evitare che la crisi possa intaccare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il programma di acquisto per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) prevede l'acquisto di titoli per un valore pari a 750<sup>37</sup> miliardi di euro (successivamente aumentato di 600 miliardi, per un totale di 1.350 miliardi di euro) e, all'annuncio è seguita una forte affermazione dell'attuale presidente della BCE, Christine Lagarde, riportato di seguito: “*Extraordinary times require extraordinary action. There are no limits to our commitment to the euro. We are determined to use the full potential of our tools, within our mandate*”. È stato, inoltre, dichiarato che il programma verrà portato avanti fin tanto che la crisi da COVID-19 non si potrà considerare superata, ma in ogni caso non prima di giugno 2021.

Il 30 aprile, invece, sono state annunciate ulteriori agevolazioni relative alle TLTROs e sono stati introdotti nuovi strumenti di rifinanziamento, le *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations* (PELTROs), che sono caratterizzate da un tasso di interesse inferiore di 25 punti base al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento di uguale durata e potranno essere utilizzate da quelle banche per le quali l'accesso alle TLTROs risulta operativamente troppo complesso.

L'impatto che tali misure hanno avuto, è consistito prevalentemente in una rapida e importante espansione del bilancio della BCE e tale effetto può essere facilmente osservato nella figura<sup>38</sup> riportata di seguito, rappresentante il bilancio consolidato dell'Eurozona in miliardi.

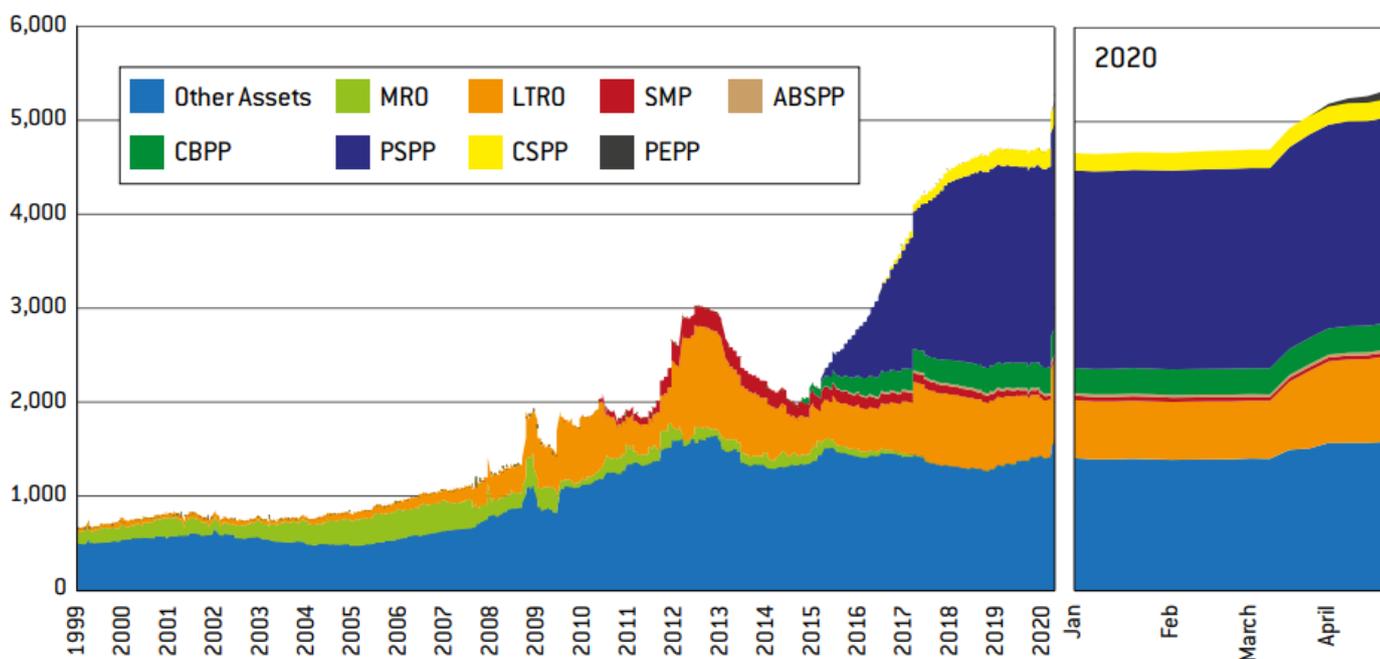
---

<sup>35</sup> Il lancio delle TLTROs si accompagna ad una riduzione del tasso di interesse sui depositi di 25 punti base per quelle banche che si impegnino correttamente nell'immissione del credito all'economia reale.

<sup>36</sup> La rapida crescita degli spread (che addirittura ha visto lo spread tra l'Italia e la Germania raggiungere i 300 punti base) è seguita ad una dichiarazione di Christine Lagarde del 12 marzo, in cui ha dichiarato che la BCE non ha intenzione di concentrarsi sulla riduzione degli spread (“*we are not here to close spreads*”).

<sup>37</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

<sup>38</sup> Claeys G., *The European Central Bank in the COVID-19 crisis: Whatever it takes, within its mandate*, 2020



Le sfide che l'Eurozona si prepara a fronteggiare si prospettano come particolarmente ardue: alla fine del primo trimestre del 2020 il timore generale era quello che ci si stesse affacciando sulla più grave recessione mai avuta nell'area dell'euro. Le difficoltà della crisi rischiano, inoltre, di essere aggravate dalle disomogeneità ancora esistenti tra i diversi stati; pertanto, è necessario che ogni paese affronti la ripresa in base a tempi propri ed i più colpiti, come la Spagna o l'Italia, avranno bisogno di essere sostenuti al fine di fuoriuscire dalla crisi coi minori danni possibili.

Il 10 settembre 2020, il Consiglio ha altresì deliberato una serie di ulteriori misure, mostrando anche un buon grado di flessibilità verso eventuali aggiustamenti, sempre però rimanendo concentrati sul raggiungimento di un livello di inflazione prossimo al 2%; quanto è stato stabilito nella citata riunione può essere riassunto in quattro punti<sup>39</sup> principali: 1) ci si focalizza innanzitutto sul mantenimento del tasso di interesse sulle MROs, del *deposit facility rate* e del *marginal lending rate* rispettivamente a 0,00%, - 0,50% e 0,25%; in più, è stato rimarcato l'impegno della BCE nel mantenimento dei *key interest rates* al livello attuale (se non inferiore) per agevolare il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi; 2) si proseguirà nello svolgimento del PEPP, per un totale di 1.350 miliardi di euro per rendere più chiaro e lineare l'orientamento della politica monetaria; 3) al pari del PEPP, proseguiranno anche gli acquisti netti relativi all'APP per un valore di 20 miliardi di euro al mese fin tanto che sarà necessario mantenere delle condizioni di liquidità più favorevoli e, di conseguenza, termineranno nel momento in cui la BCE inizierà ad innalzare nuovamente i tassi di riferimento; 4) infine, si continuerà nelle operazioni di rifinanziamento allo scopo di fornire il mercato della liquidità di cui necessita.

Ad oggi, la BCE si trova ancora nel pieno della crisi ed il superamento della stessa dipenderà dalla capacità della banca centrale di continuare a rispondere attivamente ad ogni ostacolo e, soprattutto,

<sup>39</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200910~f4a8da495e.en.html>

valutando l'Eurozona certamente come un singolo aggregato, caratterizzato però da realtà disomogenee, con esigenze, difficoltà e possibilità disomogenee. Si conclude, dunque, citando nuovamente le parole dell'attuale presidente della BCE, Christine Lagarde, secondo cui “tempi eccezionali richiedono misure eccezionali”.

## CONCLUSIONE

Fin dalla propria nascita, la Banca Centrale Europea è stata costretta a fronteggiare grandi sfide, che sono diventate sempre più complesse e assidue con lo scorrere del tempo; nell'analisi svolta è emerso chiaramente il fondamentale ruolo che la banca centrale svolge all'interno dell'Eurozona e quanto sia forte l'impatto che le proprie decisioni hanno sull'intero sistema. La risposta che la banca centrale ha dato nell'ultimo decennio agli ostacoli presentatisi, ha dato vita ad una vasta gamma di strumenti che hanno permesso alla stessa di poter ricorrere a operazioni e programmi eccezionali, in linea con le necessità di volta in volta avvertite.

Attraverso tali politiche è stato possibile uscire gradualmente dalla situazione di crisi e avviarsi verso una nuova stabilità. Il percorso di guarigione dal precedente e complesso periodo di crisi, avviato nella metà del 2013, ha visto il raggiungimento di grandi obiettivi, come l'abbattimento del rischio di deflazione, la ripartenza degli investimenti o ancora la significativa caduta del tasso di disoccupazione. Tuttavia, il raggiungimento di un equilibrio di lungo periodo è ancora una meta distante: già dalla seconda metà del 2018, infatti, si sono cominciati ad avvertire i primi elementi di un nuovo rallentamento, con un impatto anche sul livello dell'inflazione, che ha subito una nuova flessione e continua ad aggirarsi a livelli troppo bassi per considerarsi in linea con l'obiettivo del 2%.

In questo contesto già particolarmente incerto, l'arrivo della crisi da COVID-19 si pone come un enorme ostacolo, a cui bisogna al più presto rispondere con misure forti e mirate. A differenza che in passato, l'attuale crisi colpisce la Banca Centrale Europea senza lasciarle un grande margine d'azione circa gli strumenti convenzionali a sua disposizione: infatti, il tasso di interesse nominale è già ad un livello molto basso e, per di più, ci si aspetta che rimanga tale per i prossimi decenni. Dunque, il processo di innovazione che ha interessato gli strumenti di politica monetaria dalla crisi del 2007-2008 ad oggi potrebbe non essersi concluso e potrebbe permettere alla banca centrale di pianificare un nuovo modo d'agire, che sia più efficace relativamente alla politica monetaria e che sia altresì in grado di garantire una maggiore coordinazione con la politica fiscale nell'area dell'euro.

Per di più, l'attuale scenario è caratterizzato dal fatto che l'Unione Europea non abbia ancora compiuto il processo di integrazione nella sua totalità: la moneta unica fa capo ad una istituzione che risulta unitaria, ma quest'ultima si trova a gestire le esigenze di paesi caratterizzati da storie e realtà completamente diverse, e pertanto diventa necessaria una forte capacità di adattamento da parte della banca centrale alle varie situazioni che vengono ad esistere.

La lunga lista di sfide che la banca centrale dovrà affrontare continua ad allungarsi di giorno in giorno e sarà necessario rivedere le strategie da attuare per poter superare al meglio anche quest'ultima fase di crisi; chiaro è che l'abbandono delle politiche monetarie non convenzionali è ancora distante e incerto.

Sarà interessante poter osservare, alla luce dell'analisi e delle osservazioni fatte, quale sarà il sentiero prescelto dalla BCE e come si evolverà la crisi che si sta attualmente vivendo.

## **RINGRAZIAMENTI**

In un momento così difficile e anomalo, la presenza delle persone che si amano risulta fondamentale per poter continuare il proprio percorso di vita. Ringrazio tutta la mia famiglia per essere sempre presente e farmi sentire amata in ogni momento della mia vita. Ringrazio le mie amiche e, in particolare, Rachele, la mia compagna di viaggio, che ha iniziato e concluso con me questo percorso e con cui ho condiviso ogni momento.

Ringrazio Mattia per la sua importante presenza nella mia vita, per accompagnarmi in ogni decisione e per essere la persona forte e sicura di cui avrò sempre bisogno.

Ringrazio il professor Reichlin, per avermi fatto appassionare a questa materia e avermi seguita nella realizzazione dell'elaborato.

## BIBLIOGRAFIA

- Baldwin R., Wyplosz C. *“The Economics of European Integration”*, IV edition, McGraw Hill, 2015
- Bastidon C., Gilles P., Gauvin M., *“Drastic Times Call for Drastic Measures: The ECB LTROs and Credit in The Eurozone Before and After December 2011”*, Journal of Economic Issues, pp. 234-256, 2019
- Claey's G., *“The European Central Bank in the COVID-19 crisis: Whatever it takes, within its mandate”*, 2020
- Claey's G., Demertzis M., Papadia F., *“Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark?”*, 2019
- De Grauwe, Paul *“Economics of Monetary Union”*, XII edition, Oxford U.P., 2018
- Di Giorgio G., *“Economia monetaria e creditizia”*, CEDAM, V ed., 2016
- Drudi F., Durré A., Mongelli F., *“The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy: The Case of the Eurozone”*, Journal of Common Market Studies, 2012
- Febrero E., Uxò J., Dejuàn O. *“The ECB during the financial crisis. Not so unconventional!”*, International Review of Economics, pp. 715-739, 2015
- Hartmann P., Smets F., *“The European Central Bank's Monetary Policy during Its First 20 Years”*, Brookings Institutional Press, 2018
- Mishkin F., *“The Economics of Money, Banking and Financial Markets”*, 12<sup>th</sup> ed., Pearson, 2019
- Mojon B., *“The 2007-2009 Financial Crisis and the European Central Bank”*, pp. 175-182, 2010
- Picault M., *“Pricing the ECB's forward guidance with the EONIA swap curve”*, pp. 129-138, 2016
- Priftis R., Vogel L., *“The macroeconomic effects of the ECB's evolving QE programme: a model based analysis”*, pp. 823-845, 2017
- Rule, Garreth *“Understanding the central bank balance sheet”*, Centre for Central Banking Studies, Bank of England, 2015
- Trichet J.C., *“State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009”*, Journal of Common Market Studies, pp. 7-19, 2010

## SITOGRAFIA

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

<https://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA>

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/pp89-104mb200805en.pdf>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161003.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130806.en.html>

[https://www.finanza.com/Finanza/Notizie\\_Mondo/Altri\\_paesi\\_Europa/notizia/Bce\\_il\\_prossimo\\_passo\\_potre](https://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Mondo/Altri_paesi_Europa/notizia/Bce_il_prossimo_passo_potre)

[bbe\\_essere\\_il\\_credit\\_easing-](#)

[372825#:~:text=Il%20credit%20easing%2C%20strumento%20di,di%20debito%20del%20settore%20privat](#)

[o](#)