

# LUISS



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica economica

***L'EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA  
DELLA BCE FRA LE CRISI DEL 2008, DEL 2012 E  
DEL 2020***

Prof.ssa Tatiana Cesaroni

RELATORE

Stefano Leone Matr.242171

CANDIDATO

Anno accademico 2021/2022

# L'EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BCE FRA LE CRISI DEL 2008, DEL 2012 E DEL 2020

## Indice

<b>Introduzione</b> .....	3
<b>CAPITOLO 1. STORIA, RUOLO E FUNZIONI DELLA BCE</b> .....	4
<b>1.1. Le origini</b> .....	4
<b>1.2. Il ruolo e le funzioni della BCE</b> .....	5
<b>1.3. Organi e struttura della BCE</b> .....	12
<b>CAPITOLO 2. IL RUOLO DELLA BCE NELLA CRISI DEL 2008 E NELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO</b> .....	14
<b>2.1 La Grande recessione</b> .....	14
<b>2.2 Espansione della crisi in Europa e prime misure della BCE (agosto 2007- settembre 2008)</b> .....	16
<b>2.3 Il crollo del sistema bancario globale e la risposta di Francoforte (ottobre 2008-maggio 2010)</b> .....	18
<b>2.4 La crisi dei debiti sovrani</b> .....	21
<b>2.5 Evoluzione della crisi e risposta della BCE</b> .....	23
<b>2.6 La nuova fase di politica monetaria introdotta dal mandato Draghi</b> .....	25
<b>2.7 Le risposte agli strascichi della crisi: Quantitative easing e tassi negativi</b> .....	28
<b>CAPITOLO 3. MISURE DELLA BCE NELLA CRISI PANDEMICA</b> .....	31
<b>3.1 La pandemia: il fattore esogeno per eccellenza</b> .....	31
<b>3.2 La prima ondata della pandemia in Europa e le risposte della BCE</b> .....	32
<b>3.3 La seconda ondata e la conseguente revisione della politica monetaria</b> .....	37
<b>3.4 Confronto con la risposta della FED alla crisi pandemica</b> .....	38
<b>3.5 Effetti delle misure sull'economia reale</b> .....	42
<b>Conclusioni</b> .....	44
<b>Bibliografia</b> .....	45
<b>Sitografia</b> .....	48

## Introduzione

Nelle prime due decadi di questo secolo, si sono verificate due importanti crisi economico/finanziarie, la crisi dei mutui subprime (2007-2009) e la crisi pandemica del Covid-19 (2020-in corso). Questi due eventi hanno presentato sfide senza precedenti alle banche centrali di tutto il globo che hanno implementato varie politiche monetarie per portare le economie entrate in recessione sul cammino della ripresa economica. L'efficacia delle prime misure non è stata immediata, anzi nell'Eurozona si è assistito, nei dieci anni di intermezzo fra le due crisi, ad una ripresa lenta e incerta. Inoltre, le banche centrali hanno dovuto fare sempre maggiore affidamento su strumenti detti non convenzionali, portando a riflettere sul ruolo e i limiti delle stesse in un contesto macroeconomico radicalmente diverso, caratterizzato da un'elevata volatilità.

In questa situazione vi è un caso di interesse particolare rappresentato dalla BCE, la banca centrale europea nata da un'unione monetaria di Stati indipendenti che non hanno aderito però ad unione fiscale, il che crea un *unicum* fra le istituzioni monetarie. Questa unicità si è riflessa prima negli obiettivi della BCE e poi nelle stesse azioni della giovane banca centrale che si è trovata spesso a rispondere della legittimità delle proprie azioni.

L'Eurozona inoltre presenta un ulteriore fattore di unicità, questa infatti ha sperimentato una crisi propria fra le due crisi globali: la crisi dei debiti sovrani avvenuta nel 2012.

Il presente elaborato vuole analizzare, attraverso il confronto fra le risposte a queste crisi, l'evoluzione nel tempo della politica monetaria della Banca Centrale Europea, cercando di capire quale sia il punto di arrivo raggiunto.

Nel primo capitolo viene introdotta l'istituzione BCE: il suo processo di formazione, la struttura adottata e il ruolo. Questa sezione è la necessaria premessa all'analisi, soprattutto con riferimento alla definizione del ruolo, frutto di un intenso dibattito fra gli Stati membri dell'Unione sia in fase costitutiva che in quella operativa.

Successivamente, nel secondo capitolo, si analizzano le due crisi e la reazione della BCE. Questa fase ha rappresentato un momento spartiacque per l'evoluzione della politica monetaria di Francoforte. Le esitazioni iniziali nelle prime misure radicavano la banca centrale ad un'interpretazione convenzionale e forse antiquata delle proprie funzioni che è stata poi ridefinita dall'approccio espansivo adottato a seguito dello scoppio della crisi dei debiti sovrani.

Infine, l'ultimo e terzo capitolo affronta la drammatica crisi pandemica, un evento che senza dubbio rimarrà nella storia non solo economica. Lo shock apportato alla già fragile stabilità economica ha indotto la BCE a rivedere la propria politica monetaria e le strategie future. L'incredibile uso in questa fase di strumenti non convenzionali, inimmaginabile solo pochi anni prima, consente di individuare un processo evolutivo ininterrotto nelle scelte monetarie della BCE confrontate in questo caso con quelle della FED.

# CAPITOLO 1. STORIA, RUOLO E FUNZIONI DELLA BCE

## 1.1. Le origini

*“Il primo passo verso l’istituzione della BCE è stata la decisione, assunta nel 1988, di realizzare l’Unione economica e monetaria: la libera circolazione di capitali in Europa, un’autorità monetaria comune e una politica monetaria unica per i paesi dell’area dell’euro.”<sup>1</sup>*

Questo è ciò che viene riportato sul sito ufficiale della Banca Centrale Europea come riferimento alla storia della stessa. Difatti nel giugno del 1988 il Consiglio Europeo formò una commissione, presieduta dal francese Jacques Delors, allora presidente della Commissione Europea, al fine di proporre “passi concreti” per la costituzione dell’Unione Economia e Monetaria (UEM). Nell’aprile dell’anno successivo i lavori della commissione si conclusero in un report nel quale vennero individuati tre “*discrete but evolutionary steps*”.

Il primo passo sarebbe stato un consolidamento del mercato interno avendo come obiettivo una convergenza delle performance economiche degli Stati Membri. Questa convergenza sarebbe stata raggiunta attraverso un maggior coordinamento, nel contesto istituzionale presente, delle politiche economiche e monetarie e grazie alla rimozione di tutte le restrizioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati Membri.

Il secondo passo dovrebbe leggersi come un periodo transitorio al terzo passaggio, periodo nel quale si sarebbero costituite le basi organizzative per l’UEM. Nella pratica ciò comportò la creazione dell’Istituto Monetario Europeo (IME), e ci si sarebbe preparati a decidere in modo collettivo nonostante la responsabilità ultima delle decisioni prese rimanesse in capo alle autorità nazionali.

Nel terzo e ultimo passo, infine, sarebbero stati fissati irrevocabilmente i tassi di cambio delle varie valute nazionali dei Paesi Membri e si sarebbe attribuita a un apposito istituto comunitario (la futura Banca Centrale Europea) la competenza unica in materia di politica monetaria e politica economica comunitaria.

Al termine di questo passaggio le valute nazionali sarebbero state poi sostituite da una singola valuta comunitaria (Committee for the study of economic and monetary Union, 1989).

Quanto progettato in chiave teorica dal rapporto Delors vide la sua realizzazione nel corso di alcune tappe fondamentali:

- 12 marzo 1990. Con Decisione del Consiglio Europeo vennero conferite maggiori competenze al Comitato dei governatori delle banche centrali degli Stati membri della

---

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/html/index.it.html>.

Comunità economica europea, risultando nella maggiore coordinazione consigliata nel rapporto.

- 1° luglio 1990. Data formale d'inizio della prima fase del rapporto Delors, nella quale sarebbero state abolite tutte le barriere alla circolazione dei capitali tra gli Stati Membri.
- Febbraio 1992. Venne siglato il Trattato sull'Unione Europea, conosciuto anche come Trattato di Maastricht, nel quale vennero formalmente istituiti il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) e la Banca Centrale Europea (BCE).
- 1° gennaio 1994. Apertura della seconda fase dell'UEM con l'istituzione dell'IME.
- 1° giugno 1998. Costituzione ufficiale della BCE con sede a Francoforte.
- 1° gennaio 1999. La sovranità sulla politica monetaria europea venne ufficialmente trasferita alla BCE dalle banche centrali nazionali, segnando l'avvio ufficiale della attività di questa istituzione. Venne inoltre adottato l'euro come moneta unica dei paesi aderenti all'UEM e furono fissati i tassi di cambio delle vecchie valute nazionali con lo stesso (Scheller, 2006).

Al momento dell'adozione dell'euro furono in undici i paesi che entrarono a far parte del SEBC, sistema che comprendeva, e comprende tuttora, la neonata BCE e le Banche Centrali Nazionali degli Stati Membri. Ad oggi i paesi aderenti al SEBC sono ventisette, numero degli Stati membri dell'UE, diciannove dei quali aderiscono alla moneta unica.

## **1.2. Il ruolo e le funzioni della BCE**

L'architettura istituzionale odierna della BCE è frutto di una discussione, svoltasi parallelamente all'integrazione economica europea, sul ruolo della stessa e sul modello di banca centrale adottare. La progettazione della futura BCE passò attraverso un dibattito fra i due modelli di banche centrali predominanti a seguito della Seconda Guerra Mondiale: il modello tedesco e il modello anglo-francese. Questi due modelli si differenziano per il ruolo, il funzionamento e gli obiettivi assunti dalla Banca centrale.

Partendo dagli obiettivi il primo modello si prefigge la stabilità dei prezzi come obiettivo primario al quale sono subordinati altri obiettivi macroeconomici. In quello anglo-francese esso è invece solo uno degli obiettivi da raggiungere, al pari della stabilizzazione del ciclo economico e di un elevato livello di occupazione.

Per quanto concerne il ruolo e il funzionamento, i due modelli presentano una visione diametralmente opposta del rapporto fra banca centrale e le istituzioni del potere politico. Secondo il modello tedesco la banca centrale deve essere totalmente indipendente dal potere politico cosicché essa possa svolgere le sue funzioni senza subire alcuna ingerenza da parte dei *policy-makers*, questi ultimi ricoprono il ruolo residuale di applicare le decisioni di politica monetaria prese dalla banca centrale. Per il modello

anglo-francese questo rapporto appena descritto è invertito, la banca centrale è subordinata politicamente ai governi e ai parlamenti, che hanno il potere di approvare o rifiutare le proposte di politica monetaria a loro sottoposte (Antoniazzi, 2013).

Il dibattito vide vincitore il modello tedesco con la creazione dell'Eurosistema, formato dalla BCE e dalle banche centrali nazionali dei paesi che hanno adottato l'euro. L'obiettivo dell'Eurosistema è esplicito nel paragrafo 1 articolo 127 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea: *"L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi."*<sup>2</sup>

Questa scelta del modello tedesco può essere giustificata da due diversi motivi: uno derivante da riflessioni sulla teoria economica e l'altro storico-politico.

La decisione rispecchia il pensiero economico moderno sull'efficacia e sul raggio d'azione della politica monetaria. La stabilità dei prezzi, come dimostrato da numerosi studi macroeconomici, è, in sintesi, la migliore "stella polare" per il miglioramento delle prospettive economiche e per l'innalzamento del tenore di vita dei cittadini ed è questa la visione che viene comunicata dalla BCE stessa (Scheller, 2006).

Riguardo alle ragioni storiche della vittoria di questo modello è necessario ricordare che la Germania ricopriva una posizione strategica ma particolarmente delicata. L'ingresso nell'Unione monetaria avrebbe comportato, per le autorità tedesche, il rischio di dover farsi carico di un'inflazione maggiore di quella interna, visto che il tasso d'inflazione degli altri Paesi europei era, in certi casi, notevolmente superiore a quello tedesco. Per via di questi interessi nazionali, la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica furono i due punti chiave che le autorità monetarie tedesche richiesero che venissero assicurati nell'atto di sottoscrizione dell'accordo per l'adesione della Germania all'Unione monetaria europea. Non solo, ma era volontà tedesca che la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica avessero nella BCE un peso notevolmente maggiore di quanto avessero nella Bundesbank stessa.

Le autorità monetarie tedesche ebbero garantita anche questa richiesta, la stabilità dei prezzi e l'indipendenza politica vennero inserite nello Statuto della BCE negli articoli 2<sup>3</sup> e nell'articolo 7<sup>4</sup>, Statuto che non può essere modificato da alcun parlamento o governo singolo, a meno che tale volontà non sia unanime tra i Paesi membri dell'Unione Europea (compresi quelli non appartenenti all'unione monetaria).

---

<sup>2</sup> Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, capo 2, art.127.

<sup>3</sup> Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE, capo II, art.2: "[...] l'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi [...]".

<sup>4</sup> Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE, capo III, art.7: "Conformemente all'articolo 108 del trattato, nell'esercizio dei poteri e nell'assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dal trattato e dal presente statuto, 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."

Dopo questa digressione storica è necessario interrogarsi su cosa voglia dire aver come obiettivo la stabilità dei prezzi.

Il Consiglio direttivo della BCE nel 1998 ha dato una definizione quantitativa di tale obiettivo, ossia si prefigge un tasso di inflazione, che è un tasso di incremento dei prezzi, del 2% nel medio periodo, misurato sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC). Con il termine armonizzato s'intende che l'indice dei prezzi è elaborato con criteri omogenei per tutti i paesi che fanno parte dell'area Euro. La Bce aggiunge inoltre *“Perseguiamo questo obiettivo in modo simmetrico: consideriamo un'inflazione troppo bassa altrettanto negativa di un'inflazione troppo alta. Entrambe sono ugualmente inopportune.”*

Questo controllo sull'inflazione, quindi, è sia sull'inflazione che sulla deflazione. Nel primo caso con un'inflazione elevata si può innescare una spirale di crescita dei prezzi e limitare il potere di acquisto dei cittadini con i salari che non riescono a crescere con la stessa velocità, inoltre questi cambiamenti, che rendono più complicata la pianificazione di risparmio e investimenti, potrebbero minare la fiducia nella moneta stessa. Nel caso opposto della deflazione, se prolungata (motivo per il quale la BCE analizza questi parametri nel medio periodo), creerebbe una situazione nella quale le persone sarebbero portate a rinviare gli acquisti nella speranza che il prezzo continui a calare, questo comporterebbe una riduzione delle vendite per le imprese che potrebbero essere costrette a ridurre i costi abbassando i salari e facendo aumentare la disoccupazione. Questa situazione appena descritta farebbe rallentare l'economia mettendo in grave difficoltà gli Stati, i quali dovrebbero comunque rispettare le scadenze del proprio debito pubblico avendo meno entrate dai consumi e potrebbero essere costretti a diminuire la spesa pubblica andando a tagliare investimenti in settori che coinvolgono tutti, come ad esempio la sanità.

Oltre alla stabilità dei prezzi la BCE si prefissa obiettivi complementari quali assicurare la crescita e occupazione elevate da inquadrare nei più ampi obiettivi dell'Unione Europea, che mirano al progresso sociale, scientifico e tecnologico<sup>5</sup>.

I compiti dell'Eurosistema, individuati dal secondo paragrafo dell'articolo 127 del TFUE, sono:

- definire e attuare la politica monetaria
- svolgere le operazioni sui cambi
- detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> Trattato sull'Unione Europea, art.3.

<sup>6</sup> Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, capo 2, art.127.

La BCE inoltre svolge compiti specifici in materia di vigilanza bancaria e di politica macroprudenziale, funzioni divenute necessarie a seguito delle crisi finanziarie che verranno analizzate nel corso di questa tesi: la crisi del 2008 e la successiva crisi del debito sovrano del 2010. L'esigenza di questa vigilanza viene esplicitata direttamente dalla BCE: "È risultato chiaro che, specie in un'unione monetaria come l'area dell'euro, i problemi causati dagli stretti legami tra le finanze del settore pubblico e il settore bancario possono facilmente trascendere i confini nazionali e provocare turbolenze finanziarie in altri Stati membri dell'UE."<sup>7</sup>

Per questi motivi venne istituita l'Unione bancaria, costituita dai paesi dell'eurozona, la quale è fondata su un meccanismo di vigilanza unico e un meccanismo di risoluzione unico.

Il Meccanismo di vigilanza unico (MVU o *Single Supervisory Mechanism*, SSM) rappresenta l'esercizio congiunto di compiti e poteri di vigilanza sulle banche posto in essere da parte del Consiglio di sorveglianza della BCE e dalle autorità di vigilanza dei paesi dell'area dell'euro (nonché di quelli extra area che vorranno aderirvi). La BCE vigila direttamente alcune banche dette "significative" mentre le altre banche sono soggette alla vigilanza delle autorità nazionali, le quali controllano sulla base degli indirizzi formulati dalla BCE. Quest'ultima intraprende comunque un'azione di supervisione propria, prevalentemente sulla base delle informazioni trasmesse dalle autorità di vigilanza nazionali; qualora lo ritenesse necessario, la BCE ha tuttavia il potere di assumere la vigilanza diretta anche su queste banche<sup>8</sup>.

Il Meccanismo di risoluzione unico (MRU o *Single Resolution Mechanism*, SRM) persegue come obiettivo un'efficiente risoluzione delle banche in dissesto che contenga al minimo i costi per i contribuenti e l'economia reale. Il Consiglio di sorveglianza, in qualità di autorità di vigilanza della BCE, assume un ruolo fondamentale nel decidere se una banca sia in dissesto o a rischio di dissesto<sup>9</sup>. Un'altra funzione fondamentale è poi l'emissione di banconote in euro quali uniche banconote aventi corso legale nell'Unione<sup>10</sup>.

In aggiunta a quanto detto la BCE svolge anche compiti specifici quali la raccolta di statistiche necessarie per i lavori e la cooperazione internazionale ed europea.

Lo strumento di cui si avvale la BCE per mantenere i prezzi è la regolazione dei tassi d'interesse ufficiali che, avendo la banca centrale il monopolio sulla creazione di moneta e quindi il controllo della base monetaria, incidono direttamente sul costo del denaro. L'operazione della BCE, spiegata sinteticamente, consiste nell'innalzare i propri tassi di interesse al di sopra del tasso naturale nelle operazioni che intrattiene regolarmente con il sistema bancario, così facendo si rallenta la crescita

---

<sup>7</sup> <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/bankingunion/html/index.it.html>.

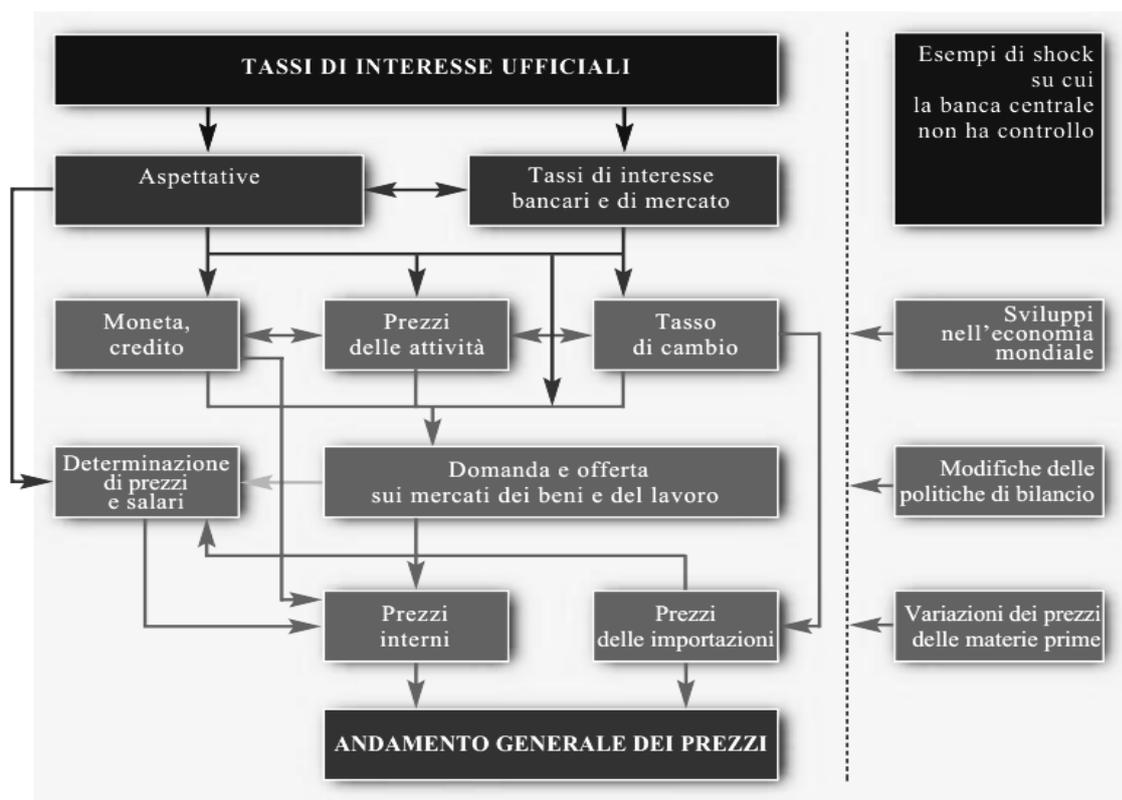
<sup>8</sup> <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/unione-europea/index.html>.

<sup>9</sup> <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/html/index.it.html>.

<sup>10</sup> Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, capo 2, art.128.

dell'economia e l'inflazione tende a diminuire. Succede il contrario invece se la banca centrale riduce i propri tassi di interesse al di sotto del tasso naturale: la crescita economica e l'inflazione tendono ad aumentare<sup>11</sup>. Tuttavia, non bisogna pensare che la BCE abbia un controllo assoluto sui prezzi, che sono comunque soggetti nel breve periodo ad eventuali shock esterni come, ad esempio, un innalzamento del prezzo delle materie prime, che è quello si sta verificando al giorno d'oggi con i prezzi del gas. Quanto appena descritto è illustrato nella figura 1.

Fig.1: *Illustrazione sintetica del meccanismo di trasmissione dai tassi di interesse ai prezzi*



Fonte BCE, 2004.

Questo strumento viene utilizzato all'interno della più ampia strategia concernente la politica monetaria della BCE frutto di una fusione di due diverse strategie, il *monetary targeting* e l'*inflation targeting*.

La prima consiste nella comunicazione da parte della BCE di un tasso di crescita per l'aggregato monetario considerato rilevante, impegnandosi quindi ad ottenere quel tasso e a correggere eventuali scostamenti. Questa strategia ha però il limite di funzionare in maniera ottimale solamente quando vi è una significativa stabilità della funzione di domanda della moneta.

<sup>11</sup> <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/monetary-policy-instruments.it.html>.

La seconda consiste invece nell'annuncio da parte della banca centrale di un obiettivo di inflazione futura, decidendo di conseguenza gli interventi correttivi per l'inflazione programmata. Quest'approccio ha il grande vantaggio di far comprendere e rendere visibile l'orientamento della BCE, dal momento che quest'ultima deve riferire al pubblico le motivazioni del mancato conseguimento degli obiettivi. La strategia ha però un problema rilevante, ovvero che il tasso di inflazione non è controllabile direttamente dalla BCE.

Dall'unione quindi di queste due diverse strategie la BCE ha formulato la cosiddetta "strategia di politica monetaria orientata alla stabilità". L'approccio della banca centrale nell'organizzare, esaminare e sottoporre a verifica incrociata le informazioni rilevanti per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi si basa su due prospettive analitiche, definite, dallo stesso Consiglio direttivo nel 2003, come i "due pilastri". Questo perché le decisioni di politica monetaria si fondano su un'analisi complessiva dei rischi per la stabilità dei prezzi, articolata su due prospettive complementari del processo di formazione dei prezzi, da qui i due pilastri dell'analisi economica e dell'analisi monetaria.

Il primo è volto a valutare le determinanti di breve-medio periodo degli andamenti dei prezzi, incentrandosi in particolare sull'attività reale e sulle condizioni finanziarie nell'economia. Essa tiene conto del fatto che, su tali orizzonti temporali, la dinamica dei prezzi è ampiamente influenzata dall'interazione fra la domanda e l'offerta nei mercati dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione. La seconda prospettiva, identificata come analisi monetaria, porta su un orizzonte a più lungo termine e analizza la relazione di lungo periodo intercorrente fra la moneta e i prezzi. Essa costituisce principalmente un banco di prova, in una prospettiva a medio-lungo termine, per le indicazioni di breve e medio periodo fornite dall'analisi economica (BCE, 2004).

I parametri tenuti in considerazione per l'analisi economica sono delle variabili economiche e finanziarie quali: l'andamento del prodotto complessivo, la domanda aggregata e le sue componenti, la politica di bilancio, la situazione sui mercati dei capitali e del lavoro, un ampio ventaglio di indicatori di prezzo e di costo, l'evoluzione del tasso di cambio, dell'economia mondiale e della bilancia dei pagamenti, i mercati finanziari e le posizioni di bilancio dei settori dell'area. Tuttavia, questi parametri non sono ritenuti sufficienti, la BCE, per delineare un quadro più possibile corrispondente alla realtà, analizza anche la natura di eventuali shock esogeni che potrebbero colpire l'economia, i loro effetti sul processo di formazione dei costi e dei prezzi e le prospettive di breve e medio termine per la loro propagazione nell'economia. Inoltre, si studiano indicatori finanziari che, per natura intrinseca, rappresentano le aspettative degli operatori finanziari, sensibili a tutti i flussi di informazione, sull'andamento dei prezzi e l'evoluzione dei tassi di cambio (BCE, 2004).

L'analisi monetaria si fonda sulla stretta correlazione intercorrente fra crescita della moneta e dell'inflazione nel medio-lungo periodo e permette di depurare l'analisi dagli shock transitori che

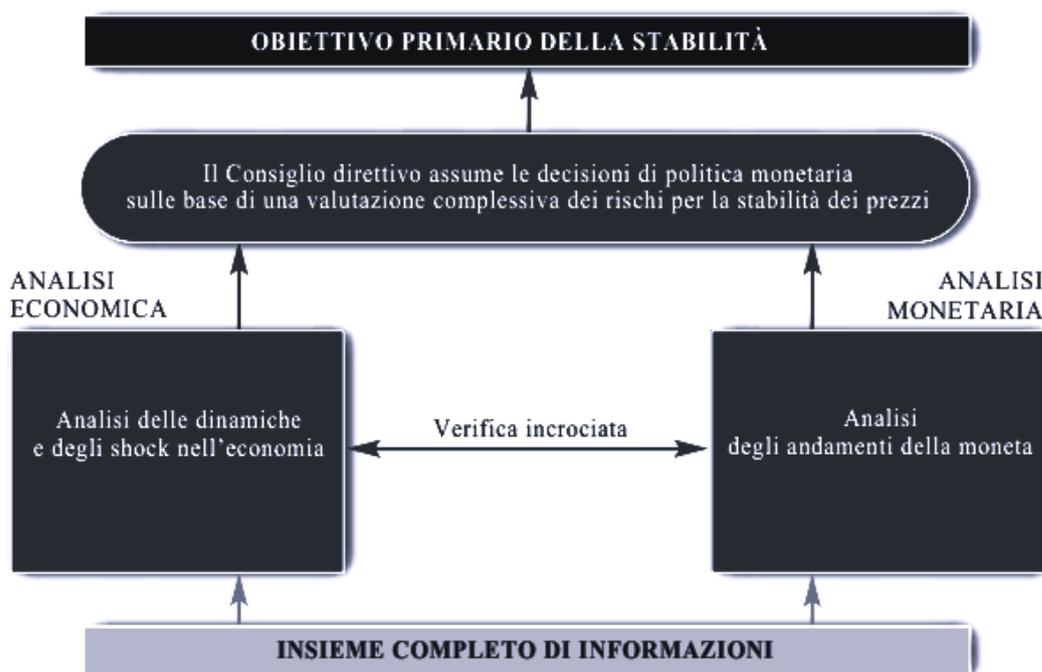
potrebbero portare ad interventi affrettati o non necessari. Il parametro di riferimento adottato dalla BCE per l'aggregato monetario è ampio M3, questo comprende:

- L'aggregato ristretto M1, formato dalla base monetaria, dal circolante (banconote e monete) e dai depositi in conto corrente.
- L'aggregato intermedio M2, includente M1 e i depositi con scadenza prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi.
- Le quote o partecipazioni nei fondi comuni monetari, le operazioni pronti contro termine e le obbligazioni bancarie con scadenza fino a due anni.

L'analisi monetaria della Banca Centrale Europea ha scelto l'aggregato monetario M3, in virtù del fatto che include tutti gli strumenti liquidi, stretti sostituti tra loro, ritenendolo un parametro più stabile rispetto a M1 e M2.<sup>12</sup>

La BCE, incrociando i risultati delle due analisi, sfrutta la relazione di complementarità tra i due pilastri per perseguire una politica monetaria robusta, ovvero applicabile a tutti i diversi scenari macroeconomici che si potrebbero verificare. Quanto descritto finora trova una sintesi grafica nella figura 2.

Fig.2: *Approccio dei due pilastri*



Fonte: BCE, 2004

<sup>12</sup> Glossario della BCE, voci "M1, M2, M3".

### 1.3. Organi e struttura della BCE

La BCE è composta da tre organi decisionali: il consiglio direttivo, il comitato esecutivo e il consiglio generale.

Il consiglio direttivo è il principale organo decisionale della BCE, è formato dai membri del comitato esecutivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei paesi membri dell'area Euro.<sup>13</sup> Le sue funzioni sono riportate nel Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE: *“Il consiglio direttivo adotta gli indirizzi e prende le decisioni necessarie ad assicurare l'assolvimento dei compiti affidati al SEBC ai sensi del trattato e del presente statuto. Il consiglio direttivo formula la politica monetaria della Comunità ivi comprese, a seconda dei casi, le decisioni relative agli obiettivi BCE monetari intermedi, ai tassi di interesse guida e all'offerta di riserve nel SEBC e stabilisce i necessari indirizzi per la loro attuazione.”*<sup>14</sup>

Nel dettaglio il Consiglio, attraverso la determinazione dei tassi di interesse ai quali le banche possono ottenere liquidità dall'Eurosistema, influisce a monte della catena del credito, con effetti a cascata su tutta l'economia dell'eurozona. Una modifica di questi tassi porta ad esempio alla variazione dei tassi di interesse applicati sui prestiti e sui depositi.

Il consiglio solitamente si riunisce due volte al mese e ha un sistema di votazione a rotazione eccetto per i membri del comitato esecutivo della BCE i quali detengono diritto di voto permanente. I voti a disposizione sono quindici, quattro dei quali ripartiti ai governatori delle banche centrali nazionali dei primi cinque paesi sulla base della dimensione delle loro economie e dei loro settori finanziari, gli altri undici ripartiti ai quattordici paesi rimanenti nell'area Euro.

Il comitato esecutivo è l'organo esecutivo della BCE, attua la politica monetaria decisa dal consiglio direttivo, attraverso un dialogo con le banche centrali nazionali nel quale vengono comunicate le direttive, gestisce gli affari correnti e prepara le riunioni del consiglio direttivo. È costituito da sei membri nominati dal Consiglio Europeo con delibera a maggioranza qualificata, in questi sono compresi la Presidente della BCE, il Vicepresidente e altri quattro membri. Ai membri viene conferito un mandato di otto anni non rinnovabile.<sup>15</sup>

Il consiglio generale è il terzo organo decisionale della BCE, è formato dal presidente e vicepresidente della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali dei ventisette Stati membri dell'Unione Europea, i diciannove dell'area Euro e gli otto paesi non facenti parte di quest'ultima. Al Presidente del Consiglio dell'UE e a un membro della Commissione Europea è concesso assistere alle riunioni.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/85/le-istituzioni-dell-unione-economica-e-monetaria>.

<sup>14</sup> Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE, capo III, art. 12.1.

<sup>15</sup> <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/85/le-istituzioni-dell-unione-economica-e-monetaria>.

<sup>16</sup> Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE, capo IX, art.45.2.

L'esistenza di questo istituto trova ragione nello statuto della BCE sopra citato: *“La BCE assume quei compiti propri dell'IME che, a causa delle deroghe di uno o più Stati membri, devono essere ancora adempiuti nella terza fase [...]”*<sup>17</sup>

Con questo articolo si esplica il ruolo transitorio di quest'organo il quale verrà sciolto se e quando tutti gli Stati Membri dell'UE avranno aderito alla moneta unica. Questo non va però sminuire l'importante funzione affidata ad esso, il quale assolve alla funzione consultiva della BCE, specialmente nelle fasi preliminari dei lavori, quali raccolta delle informazioni statistiche necessarie per l'elaborazione delle disposizioni dirette alle banche centrali nazionali in campo di rendicontazione e contabilità.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE, capo IX, art.44.

<sup>18</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.it.html>.

## CAPITOLO 2. IL RUOLO DELLA BCE NELLA CRISI DEL 2008 E NELLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO

### 2.1 La Grande recessione

Con il termine recessione si indica una fase del ciclo economico nella quale si verifica una riduzione del Pil. Tecnicamente, un Paese si definisce in recessione quando il suo Pil diminuisce per due trimestri consecutivi.<sup>19</sup> Alla luce di questa spiegazione non sorprende che la crisi finanziaria, scoppiata negli Stati Uniti d'America a fine 2007 (perdurata fino a metà 2009) e diffusasi in molti altri Paesi dal 2008 al 2013, sia stata denominata “la Grande recessione” (De Simone, 2018).

La recessione americana ha fatto seguito ad un lungo periodo, a cavallo del nuovo millennio, caratterizzato da una crescita abnorme del mercato immobiliare, dei prezzi degli immobili e da un'espansione del credito ipotecario. A questo proposito, si deve porre l'attenzione su alcuni dati: il prezzo medio delle abitazioni fra il 1998 e il 2006 crebbe più del doppio; nello stesso periodo gli investimenti nell'edilizia passarono dal 4.5% del Pil al 6.5% e il credito ipotecario crebbe dal 61% del Pil del 1998 al 97% del 2006.<sup>20</sup> In questo contesto è necessario analizzare nel dettaglio i motivi della crescita di quest'ultimo parametro perché è grazie a questo che la variazione dei parametri sopra citati trova spiegazione.

Negli anni fra inizio e metà anni duemila si è assistito ad un aumento delle concessioni di mutui bancari a categorie di prenditori che non avrebbero potuto ottenerli per mancanza delle garanzie solitamente richieste, quali ad esempio la sicurezza reddituale del lavoro svolto o la storia creditizia personale. Queste categorie di persone, prima del nuovo millennio, vedevano le loro richieste di mutuo rifiutate, eccetto rari casi nei quali però l'interesse richiesto per la concessione del prestito era così alto da spingere gli stessi richiedenti a desistere dal procedere.

L'incremento nella concessione dei mutui subprime, ovvero quei mutui con garanzie inferiori, fu giustificato dalla redistribuzione del rischio sugli stessi. Questo fu possibile attraverso la creazione di nuovi strumenti finanziari chiamati *mortgage backed-securities* (MBS), ovvero dei mutui garantiti da ipoteca, e la loro cartolarizzazione in pool, ovvero la creazione e la vendita sul mercato finanziario di questo titolo a terzi nella forma di un pacchetto di MBS diversi. Essendo aumentata la concessione di mutui, è facile comprendere l'incremento di domanda nel mercato immobiliare e, di conseguenza, l'aumento dei prezzi delle abitazioni. Inoltre, questa situazione creò l'aspettativa di una tendenza positiva nel mercato immobiliare per gli anni a venire e ciò causò un ulteriore incremento della domanda e dei prezzi. Fu proprio questa aspettativa a spingere le banche a concedere così tanti MBS subprime perché, anche in caso di insolvenza dei prenditori, il collaterale, ovvero la garanzia posta sui prestiti, rappresentata in questo caso dall'ipoteca, sarebbe stata sufficiente per assicurare il recupero della somma versata.<sup>21</sup> Un ruolo importante nella negoziazione finanziaria di questi titoli fu svolto dalle agenzie di rating, più precisamente dalle cosiddette *Big Three* (Standard & Poor's Corp., Moody's Investors Service Inc. e Fitch Ratings), le quali fornirono spesso ai pool di MBS così creati una valutazione di tripla A, la più alta in graduatoria. Questo spinse molti investitori ad acquisire

---

<sup>19</sup> <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/recessione.htm#:~:text=Viene%20definita%20recessione%20quella%20condizione,i%20fattori%20produttivi%20a%20disposizione.>

<sup>20</sup> <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-recession-and-its-aftermath>

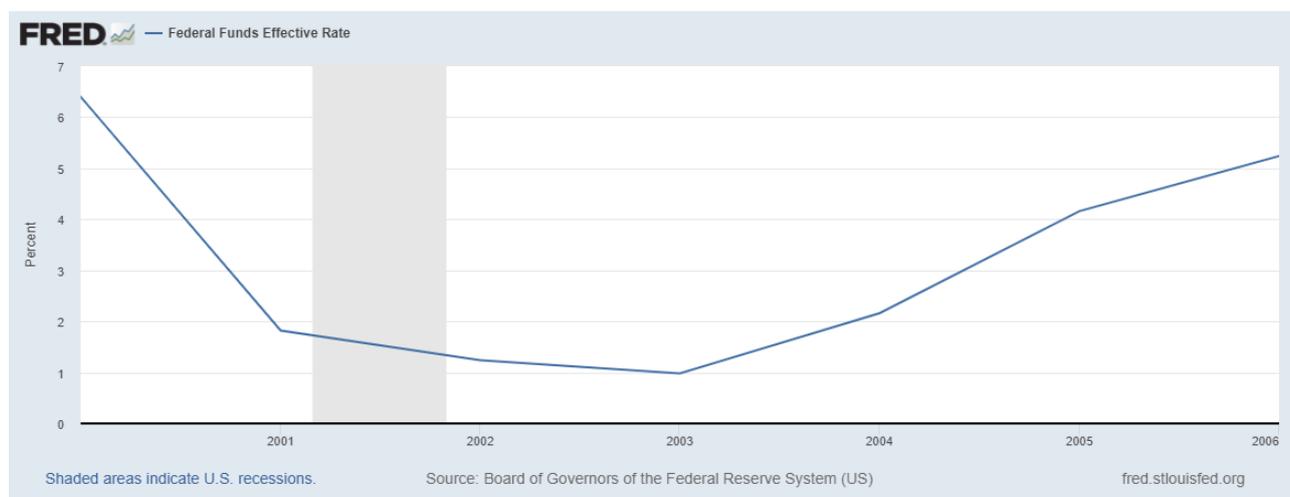
<sup>21</sup> <https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime-mortgage-crisis>

questi pacchetti certi di un rischio basso e di un rendimento ottimo, vista la crescita del mercato immobiliare.

Fra gli altri fattori dell'espansione del credito bisogna considerare anche la politica monetaria attuata in quegli anni dalla Fed, la banca centrale statunitense, che dal 2001, in risposta alla bolla speculativa *dotcom*, aveva applicato bassi tassi di interesse a breve termine fissati circa all'1%, con ciò incoraggiando di fatto le famiglie a indebitarsi (Bianco, 2008).

Tutti questi fattori portarono alla formazione di una bolla speculativa nel mercato immobiliare il cui scoppio divenne irreversibile già dal 2004, anno in cui la Fed iniziò ad alzare i tassi di interesse portandoli dall'1% sopra citato al 5.25% del 2006, dopo ben diciassette rialzi dei tassi di interessi.

Fig.3: *Andamento dei tassi di interesse applicati dalla Fed fra 2000 e 2006*



Fonte: [fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS](http://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS), 2022.

La maggior parte dei mutui subprime prevedeva rate fissate al tasso variabile e quindi i sottoscrittori si trovarono, in breve tempo, a causa dei rialzi della Fed, a dover pagare delle rate molto più onerose. In questo stesso periodo poi, si è assistito ad una correzione al ribasso della valutazione delle case con la conseguente discesa dei prezzi immobiliari scesero. Questo ha portato ad una spirale di conseguenze negative: un gran numero di prenditori si trovò in una situazione di mora nei pagamenti delle rate e con il valore delle proprie abitazioni in sensibile diminuzione, ben presto molti smisero di pagare i loro mutui. La diretta conseguenza fu il pignoramento degli immobili degli insolventi, unica garanzia fornita dagli MBS, che fra agosto 2006 e agosto 2007 registrarono un incremento del 115% (Bianco, 2008).

La contrazione del mercato immobiliare rese impossibile per le banche recuperare i loro investimenti con la vendita del collaterale e questo ebbe una ripercussione sul mercato finanziario dove, come detto in precedenza, venivano negoziati i titoli cartolarizzati che videro crollare il loro valore. Nell'aprile del 2007 New Century Financial Corp., una banca specializzata in MBS, fu la prima a dichiarare bancarotta, seguita da molti altri istituti di credito, portando le agenzie di rating ad effettuare un *downgrade* dei titoli che causò un'interruzione nella concessione di mutui subprime e il conseguente calo della domanda e dei prezzi nel mercato immobiliare. La crisi non si fermò alle banche commerciali ma si espanse alle banche di investimento con il crollo di colossi del settore, una fra tutte la Lehman Brothers, attiva dal 1850, che dichiarò bancarotta nel settembre del 2008.

Fig.4: *Prezzi delle abitazioni fra il 2000 e il 2010*



Fonte: [fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA](http://fred.stlouisfed.org/series/SPCS20RSA), 2022.

## 2.2 Espansione della crisi in Europa e prime misure della BCE (agosto 2007- settembre 2008)

La stretta interdipendenza fra l'economia statunitense e quella europea fu drammaticamente confermata dalla crisi dei subprime con ripercussioni su scala globale. Il crollo del mercato dei mutui subprime e la rivalutazione del rischio da parte dell'agenzie di rating coinvolse anche la finanza europea che aveva investito negli MBS cartolarizzati e che, in alcuni casi, si trovò nella situazione di non riuscire a valutare i propri portafogli.

Data storica di questa situazione è il 9 agosto 2007 quando la banca francese BNP Paribas annunciò di aver congelato tre fondi di investimento a fronte dell'impossibilità di valutarli a causa dell'assenza di scambi sui titoli subprime. Da qui in poi l'incertezza regnò sovrana e si è assistito ad un crollo della fiducia nel sistema bancario (ne è un esempio lampante la corsa agli sportelli della Northern Rock, la quinta banca del Regno Unito, del settembre 2007) e la conseguente crisi del mercato interbancario (D'Adda, 2009).

In questa prima fase della crisi (prima della bancarotta della Lehman Brothers) la BCE fu la prima banca centrale a reagire. Lo stesso 9 agosto effettuò un'operazione di mercato aperta detta *fine-tuning*, un'operazione *ad hoc* per contrastare problemi di liquidità, permettendo alle banche europee di prelevare immediatamente, dalla banca centrale stessa, la liquidità necessaria al tasso di rifinanziamento prevalente. In quell'occasione vennero forniti 95 miliardi di euro alle banche richiedenti.

Nei mesi successivi la BCE continuò con politiche monetarie di *fine-tuning* adottando delle politiche flessibili come il *frontloading*<sup>22</sup>, con la banca centrale che fornì, a inizio periodo di mantenimento, maggiori fondi di quelli necessari a soddisfare l'obbligo di riserva cui sono sottoposte le banche cosicché ci fosse liquidità sufficiente per tutto il periodo di mantenimento; vennero inoltre effettuate altre operazioni di mercato aperto di rifinanziamento andando ad utilizzare delle *longer-term refinancing operations* (LTRO), della durata in genere di tre o sei mesi (BCE, 2010).

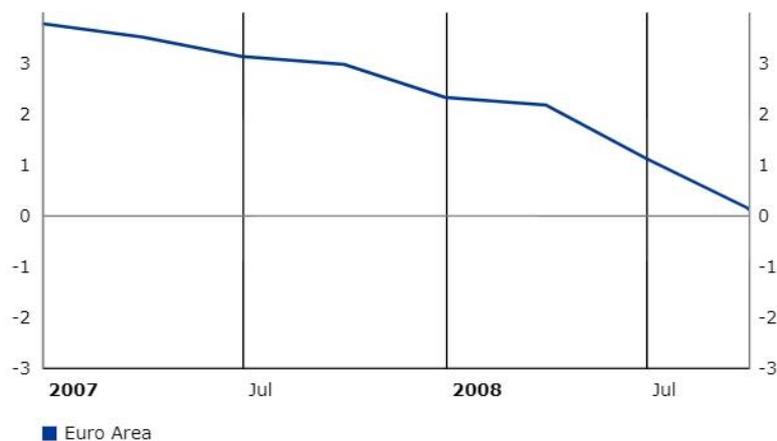
<sup>22</sup> Politica economica che consiste nel concentrare, in un periodo ristretto, tutte le azioni strategiche che si possono realizzare per raggiungere uno o più obiettivi di finanza pubblica.

Nello stesso periodo, con la finalità di contrastare le incertezze provenienti dai mercati globali, la BCE sottoscrisse con la FED accordi per la creazione di linee swap di valuta, ovvero scambi di liquidità fra banche centrali per ottenere valuta estera. Il senso di questa operazione fu di alleviare le difficoltà delle banche europee nella raccolta di dollari senza dover attingere alle proprie riserve ufficiali.<sup>23</sup>

In questa fase l'eurozona si dimostrò in grado di fronteggiare l'incertezza globale come dimostrato da indicatori macroeconomici che ne certificano la salute della sua economia quali:

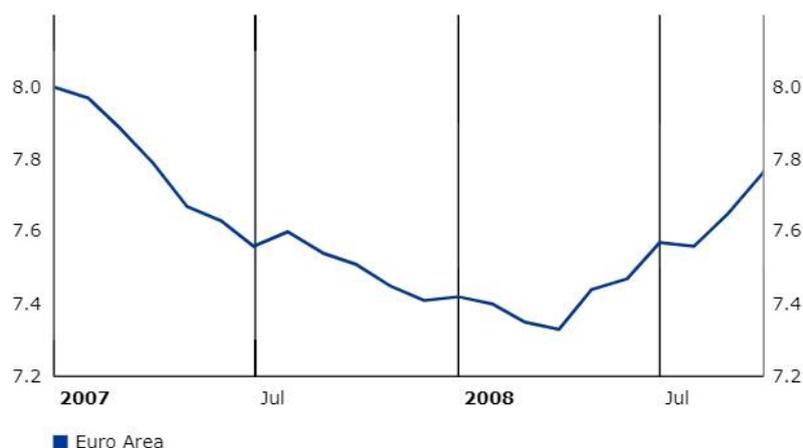
- La crescita del Pil che si assestò al di sopra del 2% per tutto il 2007 e inizio 2008.
- Il tasso di disoccupazione che continuò la sua discesa fino a un minimo del 7.4% a inizio 2008.

Fig. 5: Pil dell'eurozona fra gennaio 2007 e settembre 2008



Fonte: BCE Statistical Data Warehouse, 2022.

Fig.6: Tasso di disoccupazione fra gennaio 2007 e settembre 2008

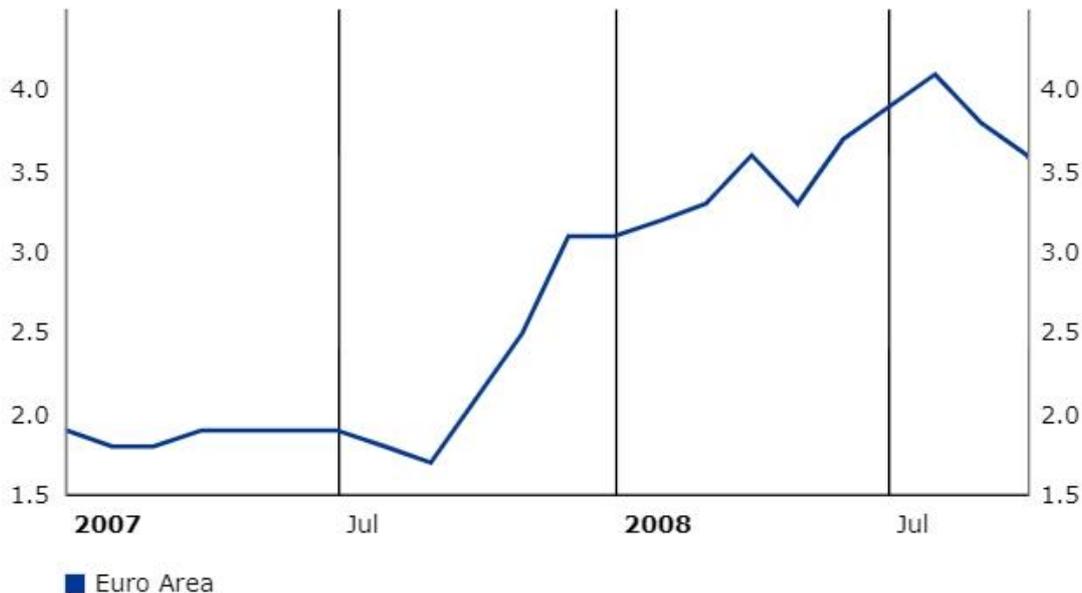


Fonte: ECB Statistical Data Warehouse, 2022.

<sup>23</sup> [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/currency\\_swap\\_lines.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.it.html)

In questo stesso periodo la BCE registrò una forte crescita del tasso di inflazione che dalla metà del 2007 si discostò sempre di più dall'obiettivo del 2% fino a raggiungere un picco del 4% nell'agosto del 2008. Quest'incremento fu dovuto all'impennata dei prezzi dell'energia con quello del petrolio che salì del 300% (Hausman e Johnston, 2014). In virtù dell'obiettivo dichiarato dalla banca centrale di garantire la stabilità dei prezzi la BCE, temendo effetti negativi per l'economia, decise di arginare la crescita dell'inflazione alzando di 25 punti base i suoi tassi di interesse chiave per le *Main refinancing operations* (MRO), portandoli al 4.25% di fatto contraendo il gettito di liquidità (BCE, 2010).

Fig.7: Tasso di inflazione fra gennaio 2007 e settembre 2008



Fonte: ECB Statistical Data Warehouse, 2022.

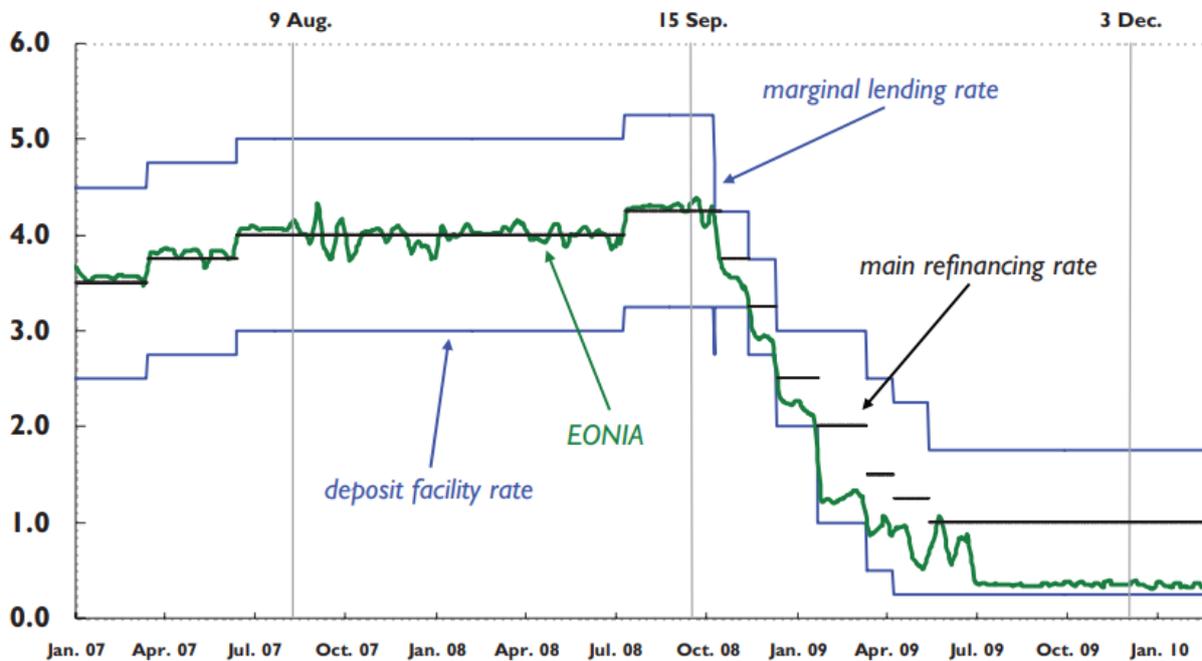
### 2.3 Il crollo del sistema bancario globale e la risposta di Francoforte (ottobre 2008-maggio 2010)

Con il crollo della Lehman Brothers e di altre istituzioni finanziarie, l'incertezza si tramutò ben presto in una vera e propria crisi finanziaria sistemica. L'idea del *too big to fail* si dimostrò tragicamente errata. Da qui in poi i passaggi furono drammaticamente prevedibili nel loro circolo di causa ed effetto; l'incertezza congelò i mercati finanziari con gli intermediari finanziari che non riuscirono più a svolgere la loro funzione di collegamento tra unità in surplus e in deficit.

Questa difficoltà si presentò come una contrazione del credito. Le banche inasprirono i criteri di concessione di credito al consumo e alle imprese spostando la crisi sul piano dell'economia reale, il che comportò un crollo della crescita e del commercio globale. Le conseguenze a livello macroeconomico di quanto è stato appena descritto possono essere spiegate dal modello IS-LM: lo shock esogeno della crisi rappresentato dalla contrazione del credito porta a una riduzione del consumo e degli investimenti, spostando verso sinistra la curva IS e la curva di domanda aggregata, diminuendo il Pil (-5% nel 2009) e aumentando la disoccupazione (risalita al 10% a metà 2009). La BCE, sotto la presidenza di Jean-Claude Trichet, reagì subito sia con azioni coordinate con altre banche centrali che con politiche monetarie standard e non. L'8 ottobre del 2008 la BCE intraprese un'iniziativa congiunta con la Bank of England, la FED, la Sveriges Riksbank e la Swiss National

Bank al fine di abbassare i propri tassi di interesse ufficiali, che in quest'occasione calarono di 50 punti base.

Fig.8: Tassi di interesse ufficiali della BCE in percentuale



Fonte: BCE, 2010.

Quest'inversione di rotta nelle politiche volte a mantenere l'inflazione intorno al 2% fu giustificata dall'impossibilità che si verificasse un aumento dei prezzi nel medio periodo in questo scenario di crisi sistemica. Proprio per questa ragione la BCE continuò ad abbassare il tasso ufficiale di rifinanziamento (*main refinancing rate* nel grafico) che a maggio 2009 si assestò intorno all'1%, una riduzione di 325 punti base in soli 7 mesi, posizionando questo tasso quasi al pari del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale (*deposit facility rate*). Come si può notare dalla figura n.8, la BCE non si limitò a questo ma, avendo constatato il grandissimo ostacolo alla trasmissione della propria politica monetaria rappresentato dal malfunzionamento del sistema finanziario, adottò, nell'ottobre del 2008, un pacchetto di misure non convenzionali definito da Trichet come un "*enhanced credit support*"<sup>24</sup>. L'obiettivo di queste misure fu di sostenere il sistema bancario, all'epoca quasi al collasso, che rappresentava e rappresenta tuttora la fonte di finanziamento principale per l'economia reale europea. Questo pacchetto era formato da cinque misure di politica monetaria:

- Dal 15 ottobre del 2008 la BCE concesse, alle banche che la richiedevano, liquidità illimitata attraverso le MRO a un tasso di rifinanziamento fisso (operazione simile se non uguale a quella implementata nel 2007).
- L'Eurosistema incrementò la lista di beni validi come collaterale per le operazioni di rifinanziamento.
- Venne estesa la quantità di LTRO e la loro durata, con la possibilità di ottenere finanziamenti a tassi fissi da sei mesi fino a un massimo di un anno.

<sup>24</sup> Supporto creditizio rinforzato.

- Vennero create ancora più linee swap sia per fornire la valuta europea a Paesi che non l'avevano imbracciata, come Danimarca e Polonia, che per riceverne, con una attenzione particolare alla raccolta di dollari da distribuire poi alle banche di credito.
- Nel maggio 2009 la BCE annunciò un programma di acquisto obbligazioni garantite<sup>25</sup> (*Covered Bonds Purchase Programme*) denominate in euro per un valore complessivo di 60 miliardi fino a giugno 2010.

Come si può notare da queste politiche, lo sforzo della BCE fu focalizzato nel contrastare l'assenza di liquidità che aveva causato la recessione. Con queste misure la banca centrale impedì l'interruzione del flusso di credito all'economia reale e se ne fece garante sia dal lato della domanda, con la politica dei bassi tassi di interesse, che dell'offerta, alleviando attraverso le LTRO la pressione che gravava sulle banche, assumendo di fatto un ruolo maggiore nell'intermediazione finanziaria (Trichet, 2010).

L'*enhanced credit support* si dimostrò valido. Nel corso del 2009 il quadro macroeconomico iniziò a presentare segni di ripresa e allo stesso tempo i mercati finanziari cominciarono a stabilizzarsi. Il supporto alle banche si rivelò la strada giusta per stimolare la ripresa dell'economia reale, con gli istituti di credito che ripresero la loro attività. Ne è un esempio la crescita dei prestiti alle famiglie. Fra fine 2009 e inizio 2010 la crescita del Pil tornò ad avere un segno positivo e l'inflazione, che si era mantenuta intorno allo 0% nonostante le politiche espansive, riiniziò a crescere seppur a ritmi bassi.

In virtù di questo scenario il Consiglio Direttivo già nell'estate del 2009 chiari che le misure eccezionali erano state una risposta a circostanze eccezionali e che, quando il quadro macroeconomico lo avrebbe permesso, sarebbe iniziata una fase di *phasing out*<sup>26</sup>. Quanto appena detto si verificò nel dicembre del 2009, quando il Consiglio annunciò che le misure adottate sarebbero state gradualmente rimosse onde evitare una distorsione economica che si sarebbe potuta verificare a causa delle politiche non convenzionali. Il timore della BCE era che la facilità nell'ottenere liquidità e i tassi di interesse così accomodanti avrebbero portato banche e famiglie a una situazione di azzardo morale dove le stesse si sarebbero indebitate, in virtù della situazione così favorevole, senza un'appropriata valutazione dei rischi (scenario molto simile a quello che aveva creato la bolla speculativa americana e che aveva portato al suo scoppio le cui conseguenze sono note). Nel lungo periodo quanto appena descritto avrebbe avuto un effetto negativo sulla crescita economica ma soprattutto sulla stabilità dei prezzi, l'obiettivo dell'Eurosistema.

Il *phasing out*, essendo un processo graduale, sarebbe stato impossibile se non fosse stato per le caratteristiche tecniche delle misure, che nella maggior parte dei casi consistevano in operazioni repo, ovvero *repurchase agreements*<sup>27</sup> con una scadenza a breve termine. Per terminarle fu quindi sufficiente non procedere al loro rinnovo.

Discorso diverso per le LTRO che, in virtù della loro natura a lungo termine, furono scadenzate dalla BCE come segue: le LTRO di tre mesi furono sospese, quelle di sei mesi sarebbero state concesse fino a marzo 2010, quindi con scadenza a settembre, mentre l'ultima LTRO annuale fu concessa a dicembre 2009, scadendo dunque a dicembre 2010.

Inoltre, nel marzo del 2010, fu annunciato che le LTRO trimestrali sarebbero tornate ad avere un tasso variabile e che, in accordo con le banche centrali estere, la BCE avrebbe interrotto il suo ruolo da

<sup>25</sup> Titoli di debito a lungo termine emessi dalle banche per rifinanziare prestiti al settore pubblico e privato.

<sup>26</sup> Processo nel quale si assiste ad un'eliminazione graduale delle misure implementate.

<sup>27</sup> Contratti in cui una parte vende un titolo ad un altro contraente impegnandosi a riacquistarlo a un prezzo definito in una certa scadenza futura.

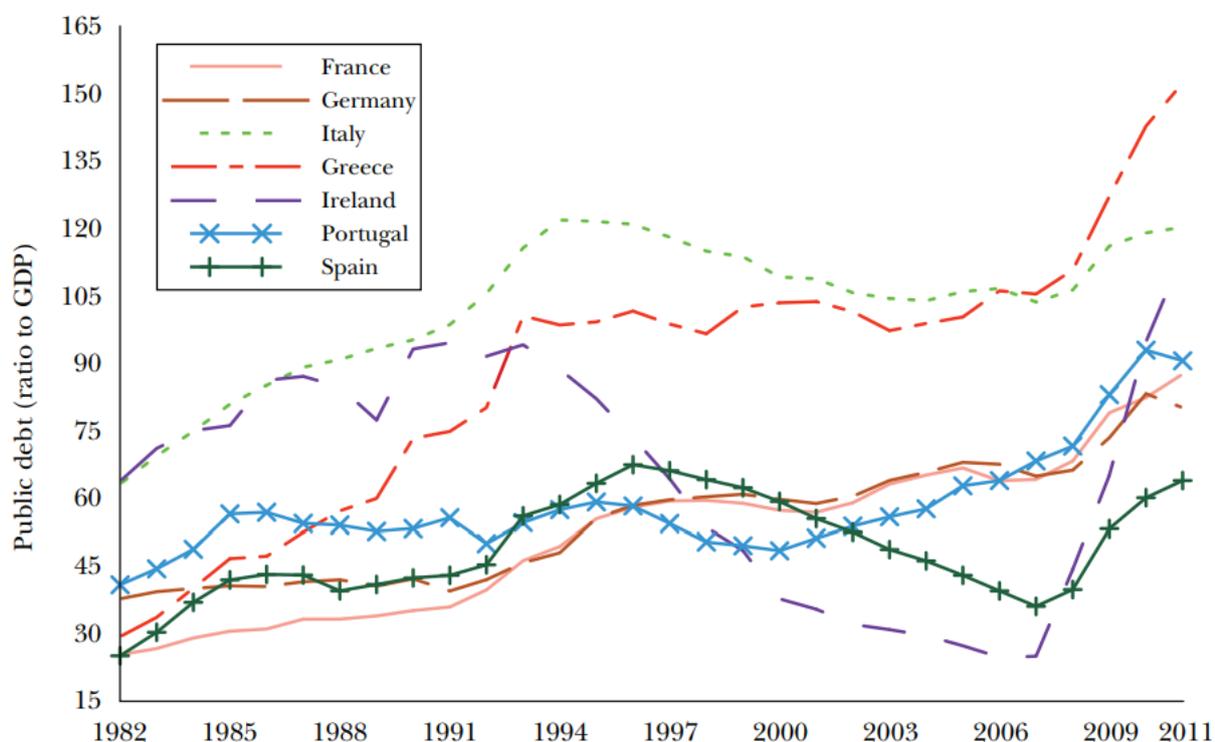
intermediatore per la raccolta di valuta straniera. Le altre misure dell'*enhanced credit support* furono mantenute (BCE, 2010).

## 2.4 La crisi dei debiti sovrani

Sebbene risulti evidente che la crisi dei debiti sovrani sia conseguenza diretta della crisi dei mutui subprime, anche solo per un criterio cronologico, è necessario constatare che il fattore scatenante di questa nuova crisi, ovvero il livello di indebitamento statale in rapporto al Pil, fosse già presente ben prima dello scoppio della bolla immobiliare americana.

Prima di parlare degli sviluppi storici, è necessario ricordare che l'Unione Europea con il Trattato di Maastricht prima (1992) e con il Patto di Stabilità poi (1997) aveva introdotto dei parametri, detti criteri di convergenza, da rispettare per poter entrare a far parte dell'UEM. Fra questi parametri è presente un criterio riguardante la situazione delle finanze pubbliche: il rapporto deficit/Pil non deve superare il 3% e il rapporto tra il debito pubblico lordo e il PIL non deve superare il 60% alla fine dell'ultimo esercizio di bilancio. Alla luce di quest'ultimo parametro, non stupisce che il rapporto debito/Pil di tutta l'area euro si aggirasse intorno al 70% dopo la sottoscrizione dei trattati, un valore molto simile al valore soglia. Queste percentuali sono una media dei valori dell'area euro ma, scomponendo la media nei livelli di indebitamenti dei singoli Stati dell'Eurozona, ci troviamo di fronte a una situazione molto diversificata. Si ha riscontro di quanto appena detto prendendo in esame le quattro economie maggiori dell'Eurozona (Germania, Francia, Italia e Spagna) e i tre Stati europei più colpiti dalla crisi subprime (Grecia, Irlanda e Portogallo).

Fig.9 *Evoluzione storica dei livelli di debito pubblico, 1982-2011*



Fonte: Dataset Fondo Monetario Internazionale

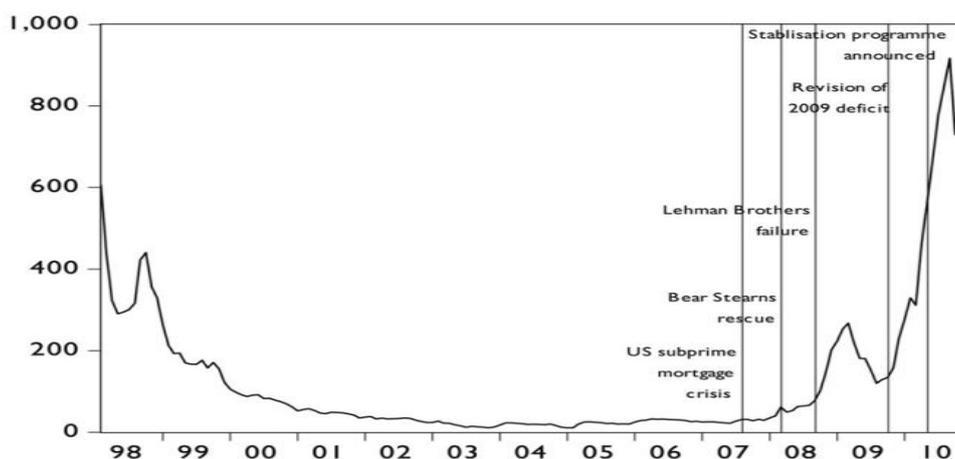
Come è possibile vedere dalla figura 9, l'Italia e la Grecia non sono rientrate mai nei parametri di Maastricht mentre Spagna, Portogallo e Irlanda hanno diminuito, chi più chi meno, il loro

indebitamento rimanendo, fino al 2007, al di sotto della soglia del 60%. Infine, la Francia e la Germania si sono assestate per lungo tempo a dei livelli molto contenuti di debito in rapporto al Pil con una marcata crescita coincidente con l'inizio della crisi.

Un fattore comune fra i vari Stati è la crescita del debito dal 2007 in poi ma, come si vede dal grafico, quest'incremento è stato asimmetrico fra Paesi centrali e Paesi periferici, così chiamati per la loro posizione geografica all'interno dell'UE. Questi ultimi videro un'impennata del loro livello di debito sovrano, come dimostrato dalla pendenza delle curve di debito, in misura proporzionale alla diversa dipendenza al credito estero fra gli Stati. Con l'inizio della crisi finanziaria, nazioni come Irlanda, Spagna, Portogallo e Grecia non hanno potuto più contare sugli investimenti esteri e hanno visto l'attivazione dei loro stabilizzatori economici causando un significativo aumento del debito (Lane, 2012).

Lo scoppio vero è proprio della crisi è da collocarsi a fine 2009 quando il neoeletto governo greco rivide le sue stime sul deficit che passò dal 6% al 12.7%, un valore più che doppio, che venne ulteriormente rialzato al 15.4% conseguentemente ad una riclassificazione del bilancio statale. A seguito di questa rivelazione, i mercati finanziari e le agenzie di rating videro crollare la convinzione che il mercato dei titoli di stato fosse a rischio zero (motivo per cui i bond sovrani hanno solitamente tassi d'interesse bassi) ma soprattutto che l'area euro presentasse lo stesso rischio fra tutti i membri. Divenne chiaro che la moneta unica proteggeva dal rischio dovuto al tasso di cambio ma non dal rischio di credito dei singoli Stati. Per questo motivo le agenzie di rating internazionali, prima fra tutte Standard & Poor's, nell'aprile del 2010, declassarono il debito pubblico greco alla categoria *junk bond*<sup>28</sup>, ovvero un titolo con alto rischio di insolvenza. Vista la necessità di raccogliere fondi sul mercato, la Grecia si vide costretta ad alzare vertiginosamente il proprio tasso di interesse andando ad aumentare lo spread, termine che va a indicare la differenza di rendimento fra due titoli di stato (il termine di paragone è solitamente il Bund tedesco). Lo spread fra i bond decennali greci e quelli tedeschi passò dai 130 punti base di ottobre 2009 ai 900 punti base di un anno dopo (Gibson, Hall & Tavlás, 2012).

Fig.10 Spread fra titoli decennali greci e bund i tedeschi, 1998-2011



Fonte: ECB Statistical Data Warehouse, 2022.

La declassificazione ebbe luogo un mese prima dell'annuncio di un accordo fra il governo greco, Fondo Monetario Internazionale, BCE e Commissione Europea per un grande *bail out*<sup>29</sup> del valore di

<sup>28</sup> Con *junk bond* s'intende un titolo appartenente a una categoria di rating bassa per via dell'alto rischio di insolvenza.

<sup>29</sup> Per *bail-out* s'intende un accordo per fornire supporto finanziario a un'impresa o a uno stato sull'orlo della bancarotta.

110 miliardi nella forma di un prestito triennale ad Atene. La Grecia si impegnò in cambio ad adottare una politica di *austerity* attraverso significativi tagli alla spesa pubblica e incrementi delle imposte per un totale di 30 miliardi di euro con la finalità di rientrare entro il 2014 nel tetto massimo del 3% di deficit previsto nel Trattato di Maastricht.<sup>30</sup>

## 2.5 Evoluzione della crisi e risposta della BCE

La drammatica situazione greca portò i mercati finanziari a nutrire forti dubbi sulla sicurezza dei titoli di stato di altri paesi con un alto livello di debito sovrano e così la crisi si diffuse presto negli altri paesi sopra citati che venivano definiti, con tono dispregiativo, i P.I.I.G.S. (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia e Spagna). La BCE, dopo una fase iniziale di immobilismo dovuta ai tentennamenti della Germania, si attivò prima nel maggio del 2010 e poi nel giugno dello stesso anno.

Il 10 maggio 2010 il Consiglio direttivo annunciò il cosiddetto SMP, ovvero *Security Market Programme*, il primo programma di acquisto sul mercato secondario di titoli di stato da parte della BCE. Lo scopo di questo piano era assicurare liquidità al mercato dei bond statali che, per alcuni Paesi, era diventato malfunzionante o addirittura congelato. Il fine ultimo era garantire il corretto funzionamento dei meccanismi di trasmissione monetaria, duramente ostacolati dalla crisi. Per assicurare che l'iniezione di liquidità non andasse a influenzare la stabilità dei prezzi, stella polare della politica monetaria europea, l'Eurosistema si impegnò a implementare delle operazioni aggiuntive per riassorbire quanto immesso nel sistema, sterilizzando di fatto il SMP.<sup>31</sup>

Nel giugno 2010 la BCE istituì l'*European Financial Stability Facility* (EFSF), un fondo temporaneo di 440 miliardi di euro ottenuti attraverso l'emissione di bond propri EFSF e altri strumenti di debito. La banca centrale chiarì subito che questo meccanismo risolutivo delle crisi aveva natura temporanea e che per ottenere i fondi in questione i richiedenti avrebbero dovuto intraprendere una serie di riforme di "aggiustamento", misure tese a garantire la salute delle finanze pubbliche attraverso politiche di *austerity* (cfr. Zettelmeyer, Treblesch & Gulati, 2013). Questo strumento entrò subito in azione garantendo supporto finanziario alla Grecia (da giugno 2010) e ad altri Paesi con livelli preoccupanti di debito quali l'Irlanda (da novembre 2010) e il Portogallo (da aprile 2011).<sup>32</sup> L'annuncio di queste operazioni fece calare lo spread e abbassò la tensione sui mercati.

Nel 2011 la crisi si intensificò a causa del peggioramento della salute delle finanze pubbliche di diversi Paesi e dei dubbi sulla ristrutturazione del debito greco: l'accordo era stato raggiunto a luglio ma le misure non sarebbero state implementate fino alla primavera dell'anno successivo, una finestra molto ampia che diede il via a un periodo di incertezza e volatilità. Per capire come mai un accordo sul debito greco potesse portare a un inasprimento della crisi è necessario tenere in considerazione un passaggio politico precedente, la cosiddetta dichiarazione di Deauville (ottobre 2010), che innestò una turbativa dei mercati finanziari che perdurò per anni.

Infatti, l'allora presidente francese Sarkozy e la cancelliera tedesca Merkel diramarono un comunicato comune nel quale veniva prospettato un quadro di risoluzione delle possibili crisi debitorie future dell'Eurozona. All'interno di questo disegno il punto chiave era la creazione di un fondo permanente (il futuro Meccanismo Europeo di Stabilità) che sarebbe andato a sostituire l'appena implementato EFSF nel momento in cui avesse terminato la sua funzione. Nel comunicato veniva inoltre accennato il *private sector involvement*, detto PSI, ovvero che nel processo di ristrutturazione del debito sarebbe

<sup>30</sup> <https://www.reuters.com/article/us-eurozone-idUSTRE6400PJ20100502>

<sup>31</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

<sup>32</sup> <https://www.esm.europa.eu/about-us/efsf/before-the-esm>

stato compreso anche il settore privato che, nell'ottica di Francia e Germania, doveva rendere conto dei rischi assunti. Benché quanto prospettato avrebbe trovato realizzazione solo nel 2013, anno nel quale l'EFSF avrebbe concluso il suo operato, nei mercati si diffuse il timore che questo *modus operandi* fosse già applicato all'accordo sulla ristrutturazione del debito greco (Zettelmeyer, Treblesch & Gulati, 2013).

Il messaggio che l'Europa non avrebbe accollato interamente su di sé i rischi di un suo Stato Membro arrivò ai mercati finanziari, con due effetti disastrosi: la fuga di capitali e l'aumento della speculazione. Questi effetti non si limitarono allo Stato ellenico ma, per via del timore, in alcuni casi totalmente infondato, che gli altri Paesi fortemente indebitati finissero in una situazione di insolvenza simile a quella greca, si diffusero agli altri componenti del gruppo P.I.I.G.S. La serie di attacchi speculativi si concentrò prima su Irlanda e Portogallo, costretti come detto in precedenza a richiedere il sostegno dell'EFSF, poi si spostò su Spagna e Italia, con gli interessi che si alzarono vertiginosamente: lo spread dei titoli di stato dei due paesi con il *bund* diventò superiore ai 300 punti base nel luglio 2011 e continuò a crescere nei mesi successivi (in Italia si arrivò un massimo di 574 punti base nel novembre del 2011) (Lane, 2012).

Nonostante lo scenario sottostante fosse questo, i primi dati macroeconomici del 2011 segnalavano una lenta ripresa, con una crescita del Pil dello 0.8% nel primo trimestre, con la presenza però di una minaccia alla stabilità dei prezzi, con un'inflazione in aumento che, a marzo 2011, si aggirava intorno al 2.6%.

Per questi motivi la BCE effettuò una politica restrittiva con due rialzi (il primo ad aprile 2011 e il secondo a luglio) di 25 punti base del suo tasso di rifinanziamento principale che ormai da due anni si assestava all'1% (Hartmann e Smets, 2018). Le valutazioni *ex post* della BCE stessa, esplicitate nel 2018 in occasione di una conferenza a Malta dall'allora vicepresidente Vitor Constancio, attestarono che i rialzi erano stati prematuri, basati su delle stime macroeconomiche troppo ottimistiche.<sup>33</sup>

Un altro fattore di riflessione per la banca centrale fu la salute del settore bancario che, ancora convalescente dalla crisi dei subprime, si trovò a dover diminuire il proprio livello di leva finanziaria attraverso una maggiore restrizione alla concessione di credito. L'*enhanced credit support* aveva sì fornito grande assistenza, ma le politiche di *austerità* in atto in alcuni Paesi europei rallentarono non poco il processo di ricapitalizzazione. Queste condizioni di instabilità del settore rappresentavano un ostacolo alla trasmissione della politica monetaria europea.

La stretta creditizia aggiunta all'instabilità dei mercati finanziari catapultò l'Eurozona in una nuova recessione nella seconda parte del 2011, alla quale l'Eurosistema rispose con una rapida e decisa inversione di rotta che si collocò a cavallo fra la fine del mandato di Trichet e l'inizio dell'operato di Mario Draghi, il nuovo presidente della BCE.

Il 7 agosto 2011 il presidente Trichet rilasciò una dichiarazione ufficiale nella quale annunciava che, a seguito dell'impegno del governo e spagnolo e di quello italiano a procedere a riforme strutturali volte a ridurre velocemente i loro deficit, i *Security Market Programmes* sarebbero stati riattivati (BCE, 2011).

Infine, nell'ottobre 2011, ultimo mese del mandato Trichet, il Consiglio direttivo annunciò delle nuove misure non standard: due nuove LTRO a tasso fisso di rifinanziamento della durata di dodici

---

<sup>33</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180504.en.html>

e tredici mesi e un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite per un valore di 40 miliardi (BCE, 2011).

## 2.6 La nuova fase di politica monetaria introdotta dal mandato Draghi

Nel novembre 2011 la BCE passò sotto la guida di Mario Draghi, ex governatore della Banca d'Italia, che inaugurò una nuova fase di politica monetaria con forti connotati espansivi.

Il presidente, appena insediatosi, annunciò che dal 9 novembre la BCE avrebbe abbassato di 25 punti base tutti i suoi tassi di interesse ufficiali: il tasso di rifinanziamento principale passò all'1.25% mentre il tasso di rifinanziamento marginale e il tasso sui depositi passarono rispettivamente al 2% e allo 0.50%.<sup>34</sup>

Nemmeno un mese dopo, l'8 dicembre 2011, la banca centrale abbassò nuovamente i suoi tassi d'interesse di altri 25 punti base e annunciò una serie di misure non convenzionali quali:

- L'implementazione di due ulteriori LTRO denominate *Very Long-Term Refinancing Operations* (VLTRO) per via della loro durata maggiore (3 anni). Le due operazioni consistevano nell'emissione straordinaria di circa mille miliardi di euro di finanziamenti a basso costo con opzione di pagamento anticipato dopo un anno. Queste misure hanno sostenuto lo scorrere del flusso di credito all'interno dell'Eurozona specialmente nei Paesi più colpiti, basti pensare che la maggior parte della somma emessa andò alle banche spagnole e italiane.
- La riduzione del tasso di riserva obbligatoria, che fu dimezzato passando dal 2% all'1% (Micossi, 2015).
- L'ulteriore ampliamento delle garanzie possibili attraverso un abbassamento della soglia di rating necessario. Nella pratica venne concesso alle banche di usare prestiti come collaterale permettendo loro, a parità di bilancio, di ottenere più liquidità (Capriglione e Semeraro, 2012).

Allo stesso tempo, all'inizio del 2012, vennero fatti importanti passi politici a livello europeo per implementare dei cambiamenti la cui necessità era stata resa evidente dalle crisi.

In primo luogo, a febbraio 2012 venne istituito, attraverso un trattato intergovernativo, il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), che è entrato in funzione a ottobre 2012 allo scopo di sostituire il temporaneo EFSF con un istituto permanente con una capacità finanziaria di 500 miliardi. A questo organo intergovernativo è stata affidata la delicata funzione di concedere supporto finanziario, sotto condizioni stringenti, a quei Paesi che avessero difficoltà a finanziarsi sui mercati.<sup>35</sup> L'intervallo temporale fra l'istituzione e l'effettiva operatività di questo organo fu dovuta all'ostilità di alcuni Stati che nutrivano forti dubbi sulla sua legittimità, tra questi la Germania. Per questo il trattato venne sottoposto al giudizio della Corte costituzionale Federale tedesca e solo dopo che questa si pronunciò a favore, nel settembre 2012, la Germania ratificò l'accordo internazionale.

La seconda novità sul piano politico è rappresentata dal Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'Unione Economica e Monetaria anche detto *fiscal compact*, firmato nel marzo del 2012. Con questo accordo internazionale gli Stati membri si sono impegnati a perseguire come minimo il pareggio di bilancio e a destinare eventuali maggiori entrate alla riduzione del proprio

---

<sup>34</sup> [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)

<sup>35</sup> [https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes\\_riforma/index.html](https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html)

disavanzo. Inoltre, si dà maggior potere di intervento alla Commissione Europea, le cui raccomandazioni per i disavanzi eccessivi devono essere adottate dai Paesi cui sono rivolte.

Pochi mesi dopo, il 29 giugno 2012, a seguito di un summit fra i capi di Stato dell'UE venne annunciata la volontà di creare un'unione bancaria nella quale la BCE avrebbe ricoperto il ruolo di supervisione, unione bancaria che entrò poi in funzione due anni dopo nella forma del *Single Supervisory Mechanism* descritto nel capitolo precedente (Micossi, 2015).

Nonostante le politiche macroeconomiche messe in atto e l'evoluzione del contesto politico dell'UEM, le tensioni nei mercati finanziari non si fermarono anzi lo spread di alcuni Stati, primi fra tutti Italia e Spagna, raggiunse nuovi picchi. Gli investitori scommettevano contro i Paesi indebitati che si trovarono ad alzare nuovamente i propri tassi di interesse andando a includere in alcuni casi il premio di ridenominazione ovvero che i Paesi in questione si trovassero costretti ad abbandonare l'euro (Micossi, 2015).

Di fronte a questo scenario, l'11 luglio 2012, la BCE reagì prontamente abbassando nuovamente tutti i suoi tassi ufficiali di altri 25 punti base (il tasso sui depositi arrivò allo 0%). Ma poco tempo dopo, il 26 luglio 2012, in occasione della Global Investment a Londra, Mario Draghi volle mandare un messaggio a tutti i detrattori della stabilità dell'Eurozona nel quale chiari che l'euro fosse ormai un passaggio irreversibile ma soprattutto indicò quali azioni avrebbe intrapreso la BCE per la sua salvaguardia: “*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.*”<sup>36</sup>(Draghi M., 2012).

Con queste poche parole, diventate poi famose, la BCE disse chiaramente che gli attacchi speculativi non avrebbero centrato il loro obiettivo. Poco dopo, il 2 agosto 2012, il Consiglio direttivo annunciò un programma di *Outright Monetary Transactions* (OMT) consistente nell'acquisto, potenzialmente illimitato ma sotto condizioni stringenti, di titoli di stato sul mercato secondario. Circa un mese dopo, il 6 settembre 2012 (giorno in cui finirono i SMP), la BCE pubblicò una nota tecnica spiegando nel dettaglio come funzionassero le OMT. Il loro scopo era “[...] *safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy*” (BCE, 2012) ovvero garantire la trasmissione della politica monetaria e della sua unicità. Venne inoltre specificato che la liquidità immessa nel sistema sarebbe stata totalmente sterilizzata. Questo sostegno arrivava con un'importante clausola iniziale, che i Paesi richiedenti fossero sottoposti a dei programmi di stabilità del MES e in aggiunta la sottoscrizione vincolava anche eventuali governi futuri. Con questa misura la BCE si pose di fatto come prestatore d'ultima istanza fornendo una risposta forte ai timori immotivati di un possibile crollo dell'euro e agli speculatori che invece se lo auguravano. Per questo motivo i media definirono le OMT come piano “salva-euro” o “anti-spread”.

Il programma OMT non è stato accolto con favore in tutti i Paesi europei anzi è stato oggetto di forte critiche, le più importanti da parte della Bundesbank e della Corte costituzionale tedesca. L'accusa rivolta a Draghi fu quella di aver agito al di fuori delle sue competenze che dovevano limitarsi esclusivamente a garantire la stabilità dei prezzi all'interno dell'eurozona, assicurandosi che gli Stati membri tenessero a bada l'inflazione e seguissero le indicazioni della banca centrale per la trasmissione della politica monetaria. Per le due istituzioni tedesche, le OMT avrebbero costituito un

---

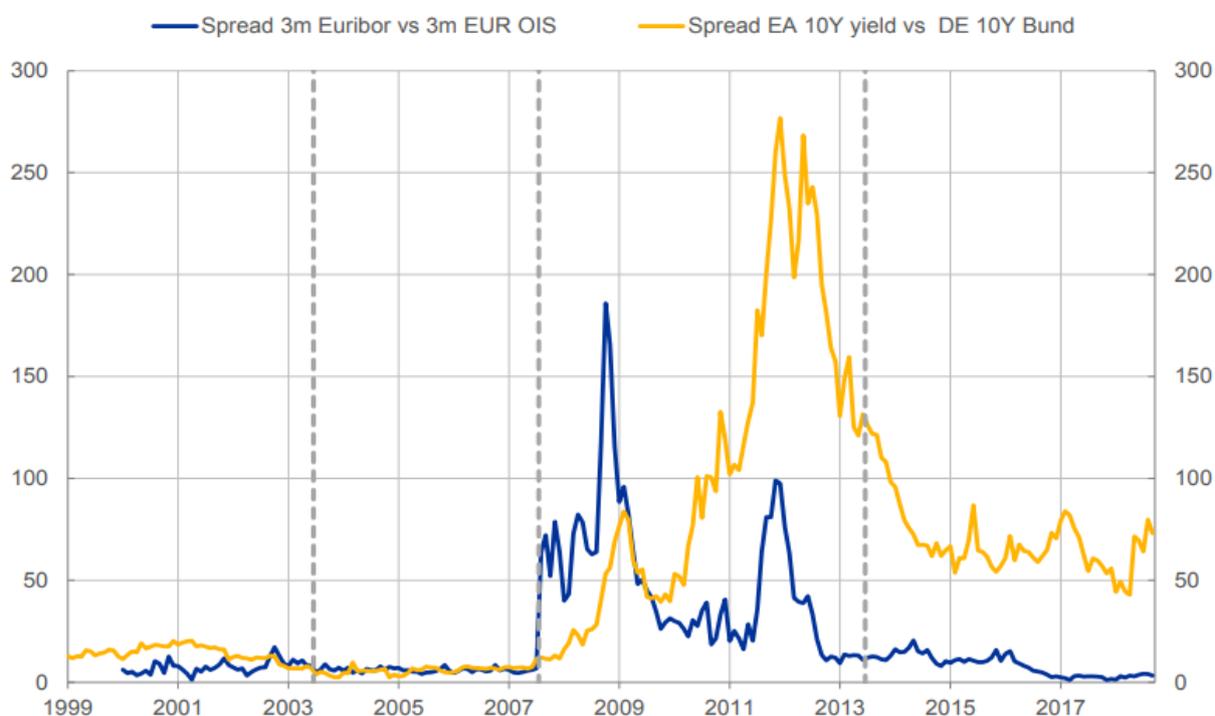
<sup>36</sup> “nell'ambito del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà sufficiente”.

finanziamento monetario di bilancio, in aperto contrasto con l'Art. 123 del TFUE<sup>37</sup> (la cosiddetta *no bail-out clause*).

Per questi motivi la Bundesbank espose i suoi dubbi alla Corte costituzionale tedesca di Karlsruhe, la quale ravvisò i rischi sopra enunciati e rimandò la decisione alla Corte di Giustizia europea. Nel giugno 2015 quest'ultima diede ragione alla BCE, giudicando l'OMT conforme alle disposizioni dei trattati (European Court of Justice, 2015).

Sebbene questo programma non fu mai attivato, la sola possibilità di richiedere questo supporto fu sufficiente a tranquillizzare i mercati che risposero positivamente, come dimostrato dallo spread che calò drasticamente.<sup>38</sup>

Fig.11: *Spread dei titoli di stato europei*



Fonte: BCE, 2018.

L'8 maggio 2013 fu presa l'ultima misura di questa fase intensa della crisi: un ulteriore abbassamento del tasso di rifinanziamento principale e del tasso di rifinanziamento marginale abbassati rispettivamente di 25 e 50 punti base e portati al 1% e allo 0.50%. Grazie alle decisioni di politica monetaria spiegate in questo paragrafo, a metà 2013 i mercati finanziari si stabilizzarono e l'Eurozona tornò, anche se lentamente, a crescere, portando la BCE in una nuova fase della propria iniziativa, con misure necessarie a supportare la crescita e ad uscire definitivamente dalla crisi dei debiti sovrani.

<sup>37</sup> Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea (2012), Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, titolo VIII, capo 1, art.123 "Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell'Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l'acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali. "

<sup>38</sup> <https://open.luiss.it/2020/08/24/leroe-riluttante-quando-mario-draghi-e-la-bce-salvarono-leuro/>

Le misure fin qui implementate da Trichet prima, e Draghi poi vennero poste sotto la lente di ingrandimento della stessa BCE, che volle analizzare se le politiche monetarie non convenzionali e il mantenimento di tassi di interesse potessero portare a un'instabilità nei prezzi, l'opposto della missione della banca centrale. L'indagine rilevò che gli strumenti utilizzati, sebbene potessero potenzialmente condurre ad un disallineamento dei prezzi, non abbiano influito sui prezzi dei beni. Le misure non convenzionali sono dunque state la risposta necessaria a condizioni macroeconomiche non convenzionali (BCE, 2013).

## 2.7 Le risposte agli strascichi della crisi: Quantitative easing e tassi negativi

La ripresa dell'economia europea post crisi fu lenta e seriamente ostacolata dagli eventi sulla scena globale, come ad esempio l'annessione russa della Crimea, che destabilizzarono i mercati. Il rischio più grande post-crisi fu però rappresentato dal timore di un possibile periodo prolungato di deflazione, causato da un'oscillazione dei prezzi dell'energia nel corso del 2014.

In questo periodo, infatti, la produzione petrolifera aumentò al di sopra delle aspettative, con Paesi come Libia e Iraq che, nonostante vivessero tensioni geopolitiche, continuarono a fornire regolarmente petrolio. La situazione era dunque di un'offerta sostanziosa a fronte di una domanda esigua (specchio della modesta crescita globale). Per questi motivi il prezzo dell'energia scese drasticamente (-41% nell'Eurozona) abbassando le aspettative sull'inflazione, già basse per via della crisi (BCE, 2015).

La BCE, ancor prima dell'ulteriore spinta deflazionistica sopra spiegata, si era già mossa nel tentativo di riavvicinare l'inflazione all'obiettivo prefissato del 2%. Nel luglio 2013 la banca centrale aveva iniziato a servirsi della *forward guidance*, ovvero l'annuncio anticipato delle proprie intenzioni sulla politica monetaria futura. Per alzare l'inflazione la BCE si serve solitamente di una diminuzione dei propri tassi di interesse principali (come abbiamo visto fare in precedenza nel corso del capitolo), ma se questi ultimi sono già a livelli molto bassi un ulteriore abbassamento non porterebbe agli effetti sperati. Attraverso la *forward guidance* la banca centrale sopperisce a questa mancanza, permettendo agli operatori economici (intermediari finanziari, produttori e consumatori) di poter pianificare eventuali investimenti in virtù di una chiara comunicazione della politica monetaria e quindi potendo immaginare come si evolveranno gli interessi sul denaro preso a prestito.<sup>39</sup>

Sempre in questo periodo la BCE prese atto che, nonostante le sue misure avessero aiutato e sostenuto le banche e gli Stati dell'Eurozona, la sua politica monetaria non avesse inciso, se non in parte, sull'economia reale. La diminuzione dei propri tassi di interesse, che fra settembre 2011 e giugno 2014 raggiunse un valore complessivo di 125 punti base, non portò le banche dei Paesi più severamente colpiti dalla crisi a espandere la concessione di credito alle imprese e le famiglie, riducendo la crescita europea e spingendo ancor più in basso le stime sull'inflazione (BCE, 2015).

Di fronte a questo scenario, nel giugno del 2014 in occasione di una conferenza stampa indetta per riferire quanto deciso in una riunione del Consiglio Direttivo, il presidente Draghi annunciò le intenzioni della BCE per il futuro immediato: *"In pursuing our price stability mandate, today we decided on a combination of measures to provide additional monetary policy accommodation and to support lending to the real economy"*<sup>40</sup>(Draghi, 2014).

---

<sup>39</sup> [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html)

<sup>40</sup> "Nel perseguire il nostro mandato di stabilità dei prezzi, oggi abbiamo deciso una combinazione di misure per fornire ulteriori accomodamenti di politica monetaria e per sostenere i prestiti all'economia reale".

Questo pacchetto di misure comprendeva:

- Una diminuzione dei tassi di interesse principali, con il tasso per le operazioni MRO abbassato di 10 punti base (0.15%), quello marginale di 35 punti base (0.40%) e quello sui depositi di 10 punti base (-0.10%), abbattendo il muro dei tassi di interesse negativi. Questo vuol dire che le banche avrebbero pagato interessi sui propri depositi presso la banca centrale di fatto spingendole a risparmiare di meno e a fornire credito a costo di perderci loro stesse.
- L'implementazione delle *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* (TLTRO), ovvero delle LTRO a tasso fisso con una scadenza massima di quattro anni (settembre 2018). La particolarità di questa operazione è che le banche possono prendere a prestito un massimo di liquidità rappresentato dal 7% della somma dei prestiti concessi al settore privato non finanziario dell'area euro, esclusi i mutui. Così facendo le banche vennero incoraggiate a fornire credito poiché aumentando la propria esposizione creditizia potevano accedere a maggiore liquidità dalla BCE. Le prime due TLTRO vennero avviate a settembre e dicembre 2014 per un totale di liquidità fornita di 212.4 miliardi. Venne inoltre concessa la possibilità di accedere a ulteriore liquidità, in una finestra temporale fra marzo 2015 e giugno 2016, pari al triplo della differenza fra i loro crediti netti e il benchmark (BCE, 2015).
- Un pacchetto da accompagnarsi alle TLTRO comprendente due programmi di acquisto di attività del settore privato: un programma di acquisto di *asset backed-securities* (ABS) e un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite.

Queste misure, pur avendo un impatto, non riuscirono a fornire lo stimolo all'economia che la BCE si aspettava. Per questo motivo il 22 gennaio 2015 la banca centrale annunciò un programma non convenzionale ancora più significativo, l'*Expanded Asset Purchase Programme* (EAPP).

Questo programma comunemente chiamato "*quantitative easing*" non fu un'innovazione della BCE. In forme simili e con nomi diversi era già stato implementato in Giappone nel 2001 e dalla Bank of England in Regno Unito e dalla FED negli Stati Uniti, a seguito della crisi finanziaria (European Parliamentary Research Service, 2015).

Il *quantitative easing* consiste nella creazione di liquidità da parte della banca centrale che viene successivamente utilizzata per acquistare titoli pubblici o privati. A differenza delle OMT però la liquidità creata non viene sterilizzata avendo come obiettivo il sostegno all'economia reale. Nella fattispecie europea il *quantitative easing* annunciato prevedeva un acquisto mensile di titoli, pubblici o privati, per un valore di 60 miliardi a partire da marzo 2015. Draghi annunciò che quest'operazione sarebbe durata per diciotto mesi o "*until we see a sustained adjustment in the path of inflation*" (Draghi 2015), con l'obiettivo prefissato del 2%. Gli acquisti sul mercato secondario sarebbero distribuiti fra i vari Paesi sulla base delle quote di capitale della BCE sottoscritte dalle banche centrali nazionali.

La risposta dai mercati non si fece attendere con una diminuzione delle aspettative sui tassi di interesse a lungo termine e dei rendimenti attesi sui titoli di stato dell'Eurozona (Italia -15 punti base, Spagna -12 punti base).

L'EAPP non riuscì però a raggiungere il suo obiettivo con l'inflazione che si mantenne a livelli stabili ma al di sotto della soglia del 2%. Le cause di questo fallimento sono da rintracciarsi nella stagnazione della domanda, su cui l'iniezione di liquidità in sé non ha effetti. Il *quantitative easing* funzionò negli Stati Uniti perché venne accompagnato da una politica fiscale espansiva a sostegno della domanda domestica; stessa cosa non si può dire dell'Eurozona dove la maggior parte dei governi nazionali, alle

prese con alti livelli di debito nazionale su cui pagare gli interessi, consolidò la propria spesa pubblica mantenendo o in alcuni casi diminuendo i propri investimenti.

Ad aumentare le pressioni sulla già preoccupante situazione inflattiva contribuì l'arresto della crescita globale dovuta ad eventi quali il crollo del mercato azionario cinese 2015 e un'inaspettata svalutazione del renminbi, la valuta cinese. Per contrastare possibili conseguenze negative e continuare a sostenere la crescita dell'Eurozona la BCE rimodulò le proprie misure.

La prima azione fu intrapresa il 9 dicembre 2015 quando abbassò nuovamente il tasso di interesse sui depositi di 10 punti base portandolo al -0.30%. Sempre in questa data la banca centrale annunciò un'estensione del programma di acquisto di ABS e delle obbligazioni garantite fino al marzo 2017, con la possibilità di ulteriori estensioni qualora necessarie.

Successivamente, il 10 marzo 2016, la BCE portò il tasso di interesse sui depositi al -0.40% e incrementò la portata dell'EAPP, con la soglia di acquisto mensile che venne alzata a 80 miliardi, e lo potenziò grazie all'inclusione di un programma di acquisto di titoli corporate privati (CSPP). La banca centrale, infine, annunciò una serie di quattro nuove TLTRO che sarebbero partite a giugno 2016 e avrebbero avuto una durata di quattro anni (BCE, 2016).

L'effetto combinato delle misure riuscì a fornire lo stimolo necessario alla domanda domestica rendendo la ripresa solida nonostante la fragilità dell'economia globale, con l'inflazione che riprese a salire raggiungendo l'1.8% a inizio 2017 (Hartmann e Smets, 2018).

## CAPITOLO 3. MISURE DELLA BCE NELLA CRISI PANDEMICA

### 3.1 La pandemia: il fattore esogeno per eccellenza

L'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) definisce una pandemia come la diffusione mondiale di una nuova malattia, molto contagiosa e ad alta mortalità, per la quale le persone non hanno immunità. Sulla base di ciò, l'11 marzo 2020, l'OMS ha dichiarato che il COVID-19 (Corona Virus Disease) fosse una pandemia.

Il 21 febbraio 2020 viene rilevato nel comune di Codogno, Lombardia, il primo cittadino italiano contagiato e nello stesso giorno si registra la prima vittima, un paziente ricoverato a Padova. Dopo solo quindici giorni, il 9 marzo, la situazione cambia radicalmente con il governo italiano che annuncia di aver posto in *lockdown* tutta la nazione: primo Paese europeo ad adottare misure così severe e restrittive. Poco dopo, il 22 marzo, il governo rende le misure ancor più stringenti sospendendo tutte le attività produttive ritenute non necessarie e limitando la libertà di circolazione dei cittadini.

Quanto appena detto sintetizza il caso italiano, ma in tutti gli altri Paesi europei, chi prima chi dopo, si è assistito ad una diffusione capillare del virus che è stato affrontato in diversi modi. Il Covid-19 ha dimostrato ancora una volta quanto il mondo sia ormai globalizzato, questa volta con conseguenze drammatiche.

Le linee politiche in merito alla pandemia sono state due:

- La linea dura, con misure altamente restrittive quali *lockdown* e altre limitazioni alle libertà personali, implementata sin da subito dall'Italia e dalla Cina.
- La linea più tollerante, nella quale si professava una fase di convivenza con il virus a seguito della quale si sarebbe raggiunta l'immunità di gregge. Le misure messe in atto consistevano in alcune limitazioni e poche, se non nessuna, chiusure. In Europa questa politica è stata adottata da Svezia e Regno Unito (quest'ultimo ha seguito solo inizialmente questa linea per poi passare a quella più dura a causa dell'altissimo numero dei contagiati).

La pandemia, oltre ad avere un impatto catastrofico sulla popolazione in termini di vittime, ha avuto effetti devastanti sul panorama macroeconomico globale. Una prima analisi delle conseguenze e dei possibili scenari ci è stata fornita da Deloitte, che, in un articolo del 3 marzo 2020 (quindi in una fase embrionale di quella che sarebbe stata poi considerata la prima ondata del virus), spiegava come il Covid-19 avrebbe influenzato l'economia mondiale in tre principali modi.

Innanzitutto, avrebbe rallentato la produzione in tutti quegli Stati dove erano in atto *lockdown* e chiusure delle attività economiche. In secondo luogo, trovandoci ormai in un'economia globalizzata dove molte industrie dipendono dall'import di materie prime e semilavorati, queste misure restrittive avrebbero comportato un ostacolo, o in alcuni casi un'interruzione, nella filiera produttiva del settore manifatturiero anche di altri Paesi. Infine, avrebbe scatenato grande incertezza nei mercati finanziari con gli investitori che si sarebbero affidati a titoli statali piuttosto che ai privati.<sup>41</sup>

La pandemia, o meglio le conseguenti misure restrittive volte a limitarne la diffusione, hanno dunque principalmente colpito il lato dell'offerta, che ha subito una netta contrazione, ma anche della

---

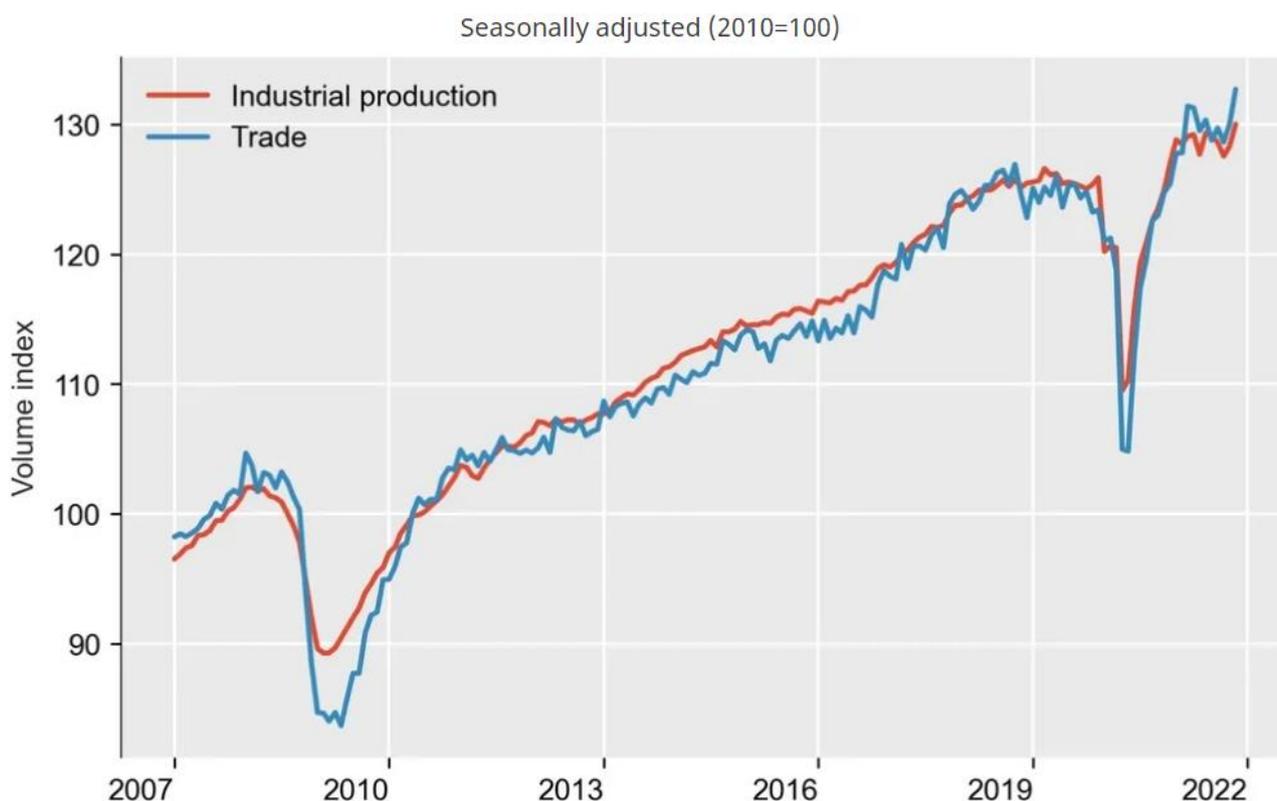
<sup>41</sup> <https://www2.deloitte.com/us/en/insights/economy/covid-19/economic-impact-covid-19.html>

domanda dove si è assistito a un crollo verticale nei livelli di consumo. Inoltre, lo shock negativo dell'offerta causato dalla chiusura delle fabbriche ha portato a un rialzo del livello dei prezzi nel breve periodo diminuendo ulteriormente la domanda.

Le misure restrittive, in particolare l'implementazione dello *smart-working* e la diminuzione dei viaggi, hanno portato ad una forte diminuzione del consumo di petrolio e, di conseguenza, a una minore domanda di energia.

Infine, un'altra conseguenza diretta del Covid-19 è stato il crollo del commercio internazionale che ha registrato una delle diminuzioni maggiori dai tempi della Seconda Guerra Mondiale.<sup>42</sup>

Fig.12: *Volume del commercio internazionale e della produzione industriale*



Fonte: OECD, 2022

### 3.2 La prima ondata della pandemia in Europa e le risposte della BCE

Quanto appena detto sull'impatto economico in termini globali non si discosta molto dalla situazione europea. Prima del 2020 l'Eurozona, grazie alle politiche della BCE descritte nel capitolo precedente, si era, mediamente, rimessa in sesto, presentando una crescita moderata e un livello di inflazione non distante dall'obiettivo dichiarato del 2%.

La pandemia ha sconvolto questo scenario ad una velocità impressionante, come si può notare analizzando alcuni dati macroeconomici dell'Eurozona nella prima metà del 2020:

- La crescita è stata negativa, con un valore cumulativo del -15.3%.
- Il consumo privato ha registrato un -9%.

<sup>42</sup> <https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/international-trade-during-the-covid-19-pandemic-big-shifts-and-uncertainty-d1131663/#figure-d1e68>

- Cinque milioni di persone sono passate in stato di disoccupazione.
- L'inflazione è calata allo 0.3%.
- Gli investimenti fissi lordi sono scesi del 8.2% (BCE, 2021).

È fondamentale ricordare che il Covid-19 ha colpito asimmetricamente i Paesi europei, sia in termini epidemiologici che economici. Non stupisce allora che gli Stati più danneggiati siano stati quelli maggiormente dipendenti da un'economia dei servizi, che ha subito una flessione maggiore rispetto al comparto manifatturiero. Queste perdite hanno incrementato le tensioni finanziarie portando a un deciso aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e dei premi per il rischio di credito sovrano in tutta l'Eurozona ma specialmente nei Paesi con livelli relativamente alti di debito pubblico come Italia e Spagna.

In virtù della peculiarità e dell'eccezionalità dello shock in questione (del quale non si conosceva e non si conosce tuttora la durata), le politiche di bilancio degli Stati membri hanno rappresentato lo strumento più adeguato e, per questo, prioritario per rispondere alla crisi. Con questa convinzione e alla luce della recessione già in atto a inizio 2020, il 23 marzo 2020, il Consiglio dell'UE ha ritenuto che fossero presenti le condizioni per attivare la clausola di salvaguardia generale contenuta nel Patto di Stabilità e Crescita (Consiglio dell'Unione Europea, 2020).

La clausola in questione consente agli Stati membri di deviare temporaneamente dai parametri del Patto riguardanti le condizioni della finanza pubblica (rapporto deficit/Pil al 3% e rapporto debito pubblico/ Pil al 60%). La sua attivazione ha permesso ai governi nazionali di definire politiche di bilancio fortemente espansive, ritenute adatte a contrastare gli effetti della crisi sanitaria. Per avere un'idea di quanto fosse necessaria una scelta politica del genere si può prendere in esame la variazione dei due parametri sopra citati registrata nel 2020:

- Il deficit europeo è salito al 7.2%, 6.6 punti percentuali in più rispetto al 2019.
- Il livello di indebitamento è arrivato al 100%, il valore più alto dall'introduzione dell'euro, con un incremento di 14 punti percentuali. Ovviamente gli aumenti sono stati eterogenei all'interno dell'Eurozona. Prendendo in esame le quattro economie maggiori, Germania, Francia, Italia e Spagna, si registrano aumenti rispettivamente di 10, 18, 21 e 24 punti percentuali (Banca d'Italia, 2021).

Gli scostamenti di bilancio così ottenuti sono stati generalmente rivolti a sostenere famiglie e imprese, in primo luogo attraverso importanti sgravi fiscali.

L'azione dei governi, per quanto significativa, non avrebbe potuto da sola essere un valido argine alla crisi e un traino della ripresa. Per raggiungere questi obiettivi è stato necessario l'intervento della BCE che ha dovuto fronteggiare e rispondere alle minacce alla propria area di responsabilità: la stabilità dei prezzi e la trasmissione della politica monetaria. Gli interventi della banca centrale sono dunque stati indirizzati a placare le turbolenze dei mercati finanziari e a contrastare la loro frammentazione che avrebbe ostacolato l'efficace trasmissione della politica monetaria. Ma il compito ancor più importante è stato garantire delle normali condizioni di finanziamento per famiglie e imprese senza le quali si avrebbe avuta un'ulteriore contrazione della domanda la cui diretta conseguenza sarebbe stata una pressione negativa sull'inflazione.

Per questi motivi le azioni della BCE si sono concretizzate su due fronti: operazioni volte a fornire liquidità e programmi di acquisto di attività. Con questi obiettivi, il 12 marzo 2020, la banca centrale ha annunciato un pacchetto di misure decisamente espansive (Altavilla, Barbiero, Boucinha, Burlon, 2020)

Per quanto riguarda le prime, il Consiglio direttivo ha annunciato l'avvio di nuove TLTRO (già implementate nel 2014 da Draghi), nuove non solo in quanto fossero in aggiunta a quelle presenti, ma anche nella forma. Si ricorda che queste misure sono mirate a fornire liquidità alle banche dell'Eurosistema a condizioni molto favorevoli sulla base del credito fornito a famiglie e imprese.

La modifica consiste nella possibilità per gli istituti di credito di prendere a prestito dalla banca centrale a tassi di interesse pari a quelli sui depositi, che in questo periodo sono negativi (fino al -1%) e senza la necessità di rispettare determinate condizioni, l'unica richiesta è di non ridurre il volume dei prestiti ammissibili.

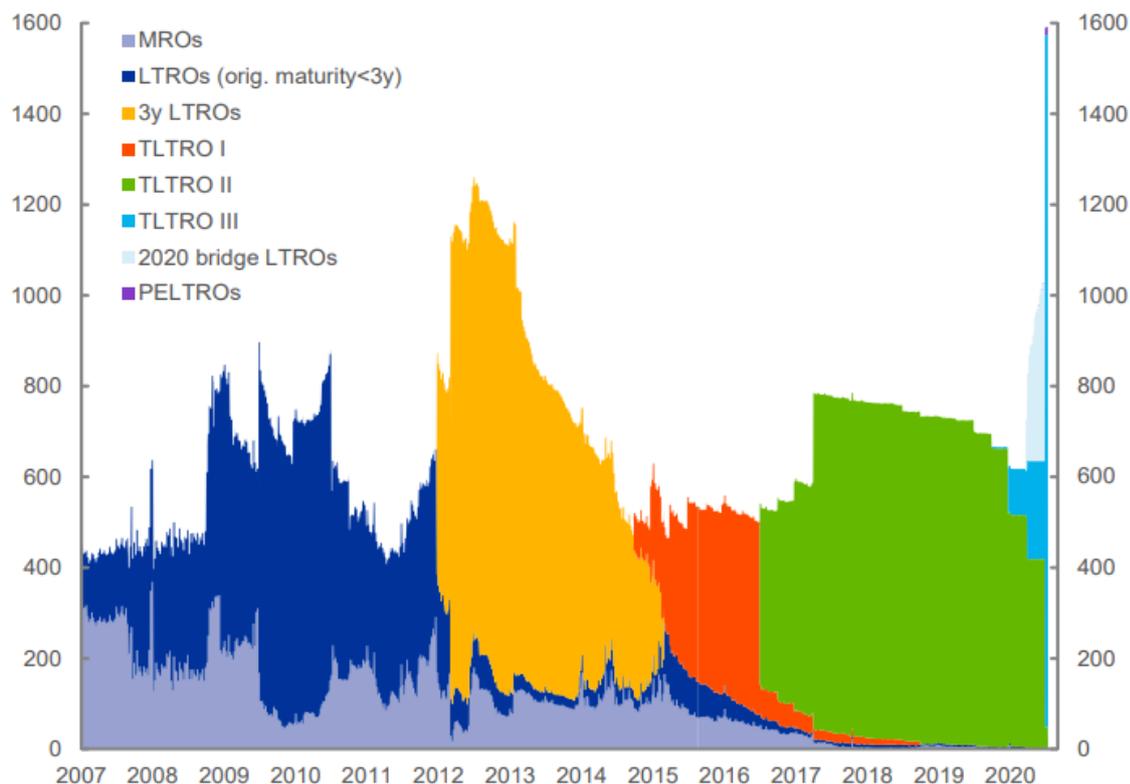
Oltre a queste, il 30 aprile 2020, la BCE ha annunciato la conduzione di nuove operazioni di rifinanziamento volte a fornire *“efficace supporto di liquidità dopo la scadenza delle LTRO aggiuntive condotte a partire da marzo 2020”* (Banca d'Italia, 2020) che hanno preso il nome di PELTRO (*Pandemic Emergency Longer-Term Re-financing Operations*). Questa misura consiste in una serie di sette aste a tasso fisso pari a quello delle MRO ridotto di 25 punti base che si sono tenute mensilmente da maggio a dicembre 2020.

Per evitare che la carenza di attività utilizzabili come collaterale rappresentasse un ostacolo al ricorso alle operazioni di rifinanziamento, in aprile la banca centrale ha temporaneamente espanso l'insieme di controparti valide come garanzia, ammettendo una gamma più ampia di attività negoziabili e non (titoli e prestiti). Inoltre, la BCE ha implementato delle misure temporanee che di fatto hanno impedito che delle variazioni negative del rating delle banche comportassero una riduzione delle attività eleggibili a collaterale.

La somma di queste azioni è stata ampiamente sufficiente per stimolare le banche europee, basti pensare che, nel *Bank Lending Survey* condotto ad aprile 2020 dall'Eurosistema, il 74% delle partecipanti al sondaggio ha affermato che nei successivi sei mesi prevedeva di usare la liquidità raccolta dalle LTRO per fornire credito a famiglie e imprese (Aguilar, Arce, Hurtado, Martínez-Martín, Nuño, Thomas, 2020).

Per capire la portata di queste operazioni è sufficiente sapere che solo nella LTRO di giugno 2020 gli istituti di credito partecipanti hanno raccolto circa 1.308 miliardi (249 dei quali solo dalla Banca d'Italia), il valore più alto mai registrato nell'Eurozona per un'operazione di rifinanziamento (Nasti, Pasqualone, 2020).

Fig.13: *Operazioni di rifinanziamento condotte dalla BCE*



Fonte: Altavilla C., Barbiero F., Boucinha M., Burlon L. (2020), *The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions*, ECB Working Paper no.2465.

I programmi di acquisto hanno probabilmente rappresentato la risposta più forte della BCE alla crisi pandemica. Per prima cosa la banca centrale ha rinforzato il preesistente APP (*Asset Purchase Programme*), dotandolo di 120 miliardi aggiuntivi. Nemmeno una settimana dopo, il 18 marzo 2020, a seguito del deterioramento del quadro sanitario ed economico dell'Eurozona, il Consiglio direttivo ha annunciato l'introduzione di un nuovo programma temporaneo di acquisto di attività, il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP).

Il PEPP aveva in dotazione 750 miliardi di euro da spendere nell'acquisto di titoli pubblici e privati; operazione che sarebbe andata avanti fino alla fine della fase critica della pandemia e comunque per tutto il 2020. Il programma è stato concepito per svolgere due ruoli.

In primo luogo, insieme agli altri provvedimenti di politica monetaria, avrebbe fornito il sostegno monetario necessario per garantire la stabilità dei prezzi nel medio termine e, più in generale, avrebbe fatto da traino alla ripresa economica.

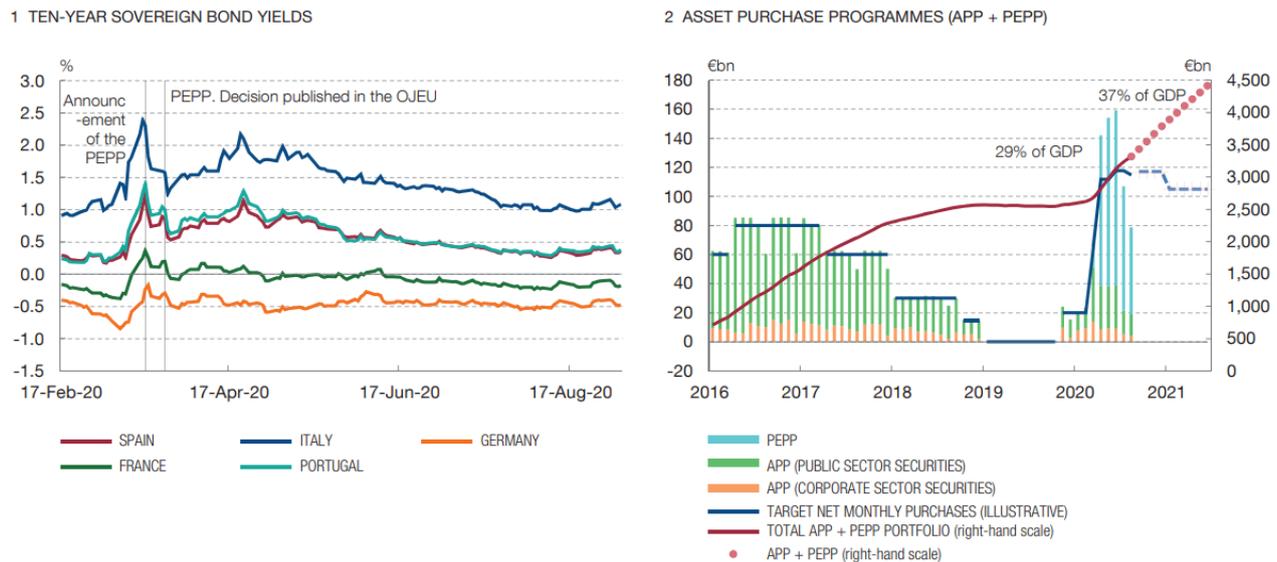
In secondo luogo, avrebbe mirato a stabilizzare i mercati caratterizzati da una forte incertezza sull'evoluzione della pandemia e delle sue conseguenze nell'Eurozona, obiettivo reso possibile dalla flessibilità intrinseca del programma, che lo distingue dai precedenti *purchase programmes*.

Nel PEPP, infatti, gli acquisti sono distribuiti sulla base delle diverse condizioni finanziarie dei Paesi europei, permettendo, nei mesi più critici della pandemia, di concentrare le azioni in quegli Stati, che in diversi momenti, hanno affrontato difficoltà nel finanziarsi (De Cos, 2021).

Grazie a queste caratteristiche il programma ha avuto effetti rapidi e significativi. Nei giorni successivi al suo annuncio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e i premi per il rischio sono diminuiti significativamente in tutta l'Eurozona, in particolare nelle economie più colpite dalle

tensioni dei mercati. La liquidità degli scambi è migliorata sensibilmente e ha avuto inizio una progressiva distensione delle condizioni sui mercati azionari e del debito privato. L'impatto positivo del PEPP sulle quotazioni dei titoli è stato poi rinforzato dalle misure temporanee sopra citate, riguardanti i criteri di idoneità applicati alle attività conferibili come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

Fig.14: Rendimenti sui titoli di Stato decennali e livelli di investimenti con i purchase programmes



Fonte: Aguilar P., Arce O., Hurtado S., Martínez-Martín J., Nuño G., Thomas C. (2020), *The ECB monetary policy response to the COVID-19 crisis, Documentos Ocasionales, No 2026, Banco de España*

Nel giugno del 2020, quella che *ex post* è stata definita come la prima ondata del Covid-19, era alle spalle, con il virus che aveva subito una decisa battuta d'arresto. Questo ha permesso alla BCE di avere dati certi sui danni economici portati dalla pandemia.

Le informazioni ottenute delineavano che l'economia dell'Eurozona aveva subito *“una contrazione senza precedenti a seguito della pandemia e delle misure adottate per contenerla”* (BCE, 2021) e che il miglioramento dello scenario, registrato a seguito della distensione delle misure restrittive, risultava modesto in confronto alle perdite subite in termini di posti di lavoro, reddito e spesa per consumi e investimenti. Le proiezioni di giugno 2020 hanno infatti indicato una significativa revisione al ribasso sia del livello dell'attività economica, sia delle prospettive di inflazione nell'intervallo temporale da inizio pandemia al mese in questione. Nel dettaglio, l'inflazione è passata dall'1,6% previsto dalle proiezioni macroeconomiche formulate a dicembre 2019 all'1,3% delle proiezioni di giugno 2020.

A fronte di questa situazione la BCE ha deciso di modificare la propria politica monetaria attraverso una ricalibrazione del PEPP. In particolare, il Consiglio direttivo ha incrementato la dotazione del programma di 600 miliardi di euro portandolo ad un totale di 1.350 miliardi. La banca centrale ha inoltre deciso di estendere gli acquisti netti nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine di giugno 2021 e di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma almeno sino alla fine del 2022 (Nasti, Pasqualone, 2020).

Queste azioni erano finalizzate ad allentare ulteriormente l'orientamento della politica monetaria, sostenendo condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori e gli Stati e, infine, garantire che l'inflazione convergesse verso il livello perseguito dal Consiglio direttivo.

Nel corso dell'estate i dati via via disponibili segnalavano una forte ripresa dell'attività economica, soprattutto grazie all'allentamento delle misure restrittive, portando gli esperti a prevedere un effetto rimbalzo dell'economia europea. Ciononostante, questa ripresa risultava asimmetrica, con un impulso decisamente più forte nel settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi, inoltre l'attività economica era ben al di sotto dei livelli pre-pandemia. Allo stesso tempo l'inflazione complessiva rimaneva bassa, rallentata dai modesti prezzi dell'energia, dalle contenute pressioni sui prezzi, e dal contesto macroeconomico caratterizzato da una domanda aggregata debole e di una capacità di lavoro significativamente inutilizzata nel mercato.

### **3.3 La seconda ondata e la conseguente revisione della politica monetaria**

Dopo un'estate di calma caratterizzata da un livello di contagi basso e da un primo ritorno alla normalità, il Covid-19 è tornato a far parlare di sé in quella che è stata poi definita la seconda ondata pandemica.

Nel mese di ottobre del 2020, dopo un settembre con contagi più o meno sotto controllo, la curva dei contagi è esplosa (+31.756 positivi il solo 31 ottobre in Italia) lasciando presagire la necessità di nuove misure di sicurezza che non si sono fatte attendere. Alla fine del mese vari capi di Stato europei hanno annunciato una serie di *lockdown* detti leggeri.

La recrudescenza dei contagi da COVID-19 e le connesse misure di contenimento adottate hanno posto una serie di sfide per la salute pubblica e per le prospettive di crescita dell'Eurozona, ma più in generale dell'economia globale. L'inflazione restava molto bassa, con il contesto descritto precedentemente, rimasto invariato e con i dati più aggiornati che indicavano che gli effetti a breve termine della pandemia sull'economia fossero più significativi e che la debolezza dell'inflazione sarebbe durata di più rispetto a quanto previsto.

Per questi motivi, a ottobre 2020, il Consiglio direttivo ha annunciato che in occasione della successiva riunione, prevista per dicembre 2020, avrebbe ricalibrato la sua politica monetaria per rispondere all'evoluzione pandemica. La promessa della BCE era di garantire che le condizioni di finanziamento rimanessero adatte a sostenere la ripresa economica e di arginare l'impatto negativo del virus, previsto sull'inflazione futura (BCE, 2021).

Nella riunione di dicembre il Consiglio ha dunque revisionato la propria politica monetaria con le seguenti modifiche:

- È stata ulteriormente aumentata la dotazione del PEPP, portandola a 1.850 miliardi. L'orizzonte temporale per gli acquisti e per il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza è stato esteso, rispettivamente, almeno fino alla fine di marzo 2022 e al termine del 2023. La BCE ha inoltre annunciato che gli acquisti condotti nel PEPP avrebbero continuato ad essere effettuati con flessibilità e secondo criterio di necessità. L'auspicio della banca centrale era che i fondi messi a disposizione con il nuovo aumento fossero in eccesso rispetto all'effettivo bisogno all'interno dell'Eurozona e che si utilizzassero solo quelli necessari a mantenere la promessa di ottobre sopra detta. Secondo lo stesso principio, la dotazione sarebbe stata immediatamente aumentata “*ove necessario a mantenere condizioni*

*di finanziamento favorevoli per contribuire a contrastare gli effetti dello shock pandemico sul profilo dell'inflazione" (BCE, 2021).*

- Sono state ricalibrate le condizioni della terza serie di TLTRO rendendole ancor più espansive. La BCE ne ha infatti ridotto il costo, ha esteso la durata di quelle già in atto fino a giugno 2022 e ha ampliato la disponibilità di fondi introducendo tre nuove aste nel corso del 2021.
- Sono state annunciate quattro nuove PELTRO che hanno avuto luogo nel 2021.
- È stato esteso di nove mesi (fino a giugno del 2022) l'allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie adottato nell'aprile del 2020 (Banca d'Italia, 2021).

Dopo questo autunno restrittivo, la situazione pandemica europea è mutata nuovamente grazie all'arrivo dei vaccini e alla loro successiva approvazione da parte dell'EMA. Ciononostante, per tutto l'inverno lo scenario economico europeo ha stentato a decollare portando la BCE a mantenere la propria politica monetaria sulla stessa rotta. Unica differenza si è ravvisata a marzo 2021, quando a fronte dell'aumento dei tassi di interesse di mercato e prospettive di inflazione non migliorate, la banca centrale ha deciso di aumentare il ritmo degli acquisti del PEPP nel trimestre successivo.

A giugno, grazie alle campagne vaccinali e all'evoluzione pandemica, l'economia dell'area euro ha intrapreso una fase di riapertura portando gli esperti a stimare un'inflazione in aumento nel 2021 anche se inferiore all'obiettivo del 2%. Per questo la BCE ha riesaminato la propria strategia di politica monetaria e, a luglio 2021, ha adottato l'obiettivo di inflazione simmetrico del 2% nel medio periodo spiegato nel primo capitolo di questo elaborato.

Nei mesi successivi l'Eurosistema, assistendo ai progressi compiuti per la ripresa economica e sul profilo dell'inflazione, ha prima avvisato che avrebbe avuto luogo una riduzione del ritmo degli acquisti del PEPP per poi arrivare a dicembre 2021, quando ha ufficialmente annunciato che avrebbe interrotto gli acquisti netti a marzo 2022. Sempre in questa occasione ha confermato che avrebbe mantenuto le altre misure della propria politica accomodante (BCE, 2022).

### **3.4 Confronto con la risposta della FED alla crisi pandemica**

Prima di spiegare le misure implementate dalla Federal Reserve per arginare e contrastare lo shock pandemico sull'economia è necessario ricordare che la banca centrale statunitense presenta obiettivi diversi rispetto alla BCE.

Come già detto nel corso di questo elaborato, la politica monetaria della Banca Centrale Europea mira primariamente a garantire la stabilità dei prezzi mentre quella della FED si prefigge, oltre alla stabilità dei prezzi per beni e servizi, la massima occupazione.

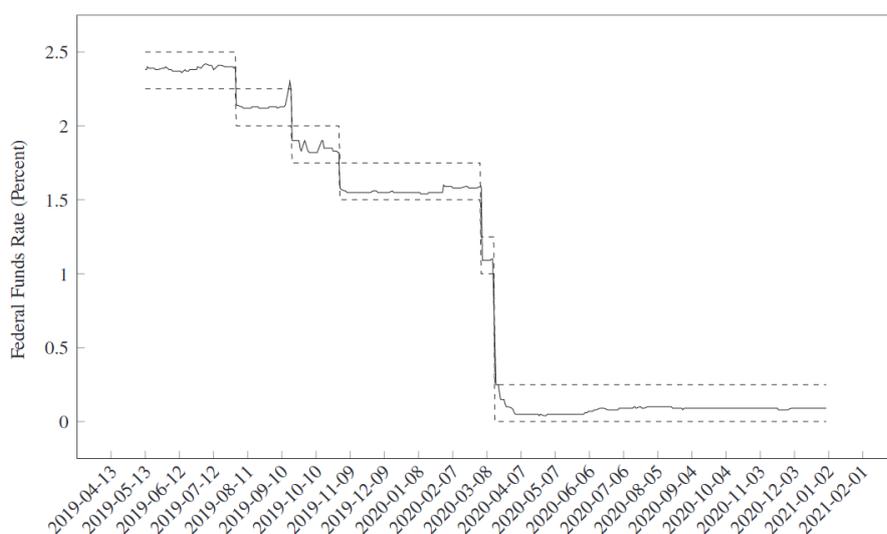
Inoltre, lo spazio di manovra delle due istituzioni è diverso: la BCE, come visto in precedenza, si trovava già da quasi un decennio nel territorio dei tassi di interesse negativi, dove per avere effetti significativi sono maggiormente necessarie politiche monetarie non convenzionali. La FED invece, non trovandosi in questa situazione, ha disposto di un margine di manovra superiore.

Il primo caso del virus negli U.S.A. è stato registrato il 21 gennaio 2020 mentre la prima vittima il 29 febbraio. Come già visto parlando della situazione europea, il Covid-19 si è poi diffuso con grande velocità, portando l'allora presidente Trump a firmare, il 6 marzo, il primo pacchetto di misure di supporto al sistema sanitario.

Tre giorni prima, il 3 marzo, alla luce dei rischi per la stabilità dei prezzi e per l'occupazione portati dalla pandemia, l'organo direttivo della FED, la Federal Open Market Committee (FOMC) aveva annunciato una riduzione di 50 punti base dello IOR (Interest on Reserves).<sup>43</sup> Sempre in questa occasione la FED ha ridotto di 50 punti base il FFR (Federal Funds Rate), portandolo fra l'1 e l'1.25%, il taglio più significativo da dicembre 2008, durante la crisi subprime. Infine, la FOMC ha annunciato che avrebbe monitorato attentamente gli sviluppi economici e che sarebbe stata pronta a intervenire se ritenuto necessario.<sup>44</sup>

Non si è dovuto attendere molto per assistere al verificarsi di questa clausola finale. Il 15 marzo, in un comunicato ufficiale, la FED, avendo riconosciuto che “*coronavirus outbreak has harmed communities and disrupted economic activity in many countries, including the United States*” e avendo ritenuto che gli “*effects of the coronavirus will weigh on economic activity in the nearterm and pose risks to the economic outlook*” (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020) ha annunciato una serie di nuove misure. Innanzitutto, ha implementato due riduzioni di 100 punti base: una del FFR, portandolo fra lo 0 e lo 0.25% e una analoga dello IOR, portandolo allo 0.10%. Dopo l'annuncio del taglio dei tassi di interessi e la conferenza stampa del presidente della FED Powell, i mercati hanno inizialmente reagito positivamente. In questa occasione la Federal Reserve ha fatto anche utilizzo della *forward guidance*, annunciando che avrebbe mantenuto i tassi su questi livelli finché l'economia non avesse dato segni di ripresa.

Fig.15: *Andamento del FFR*

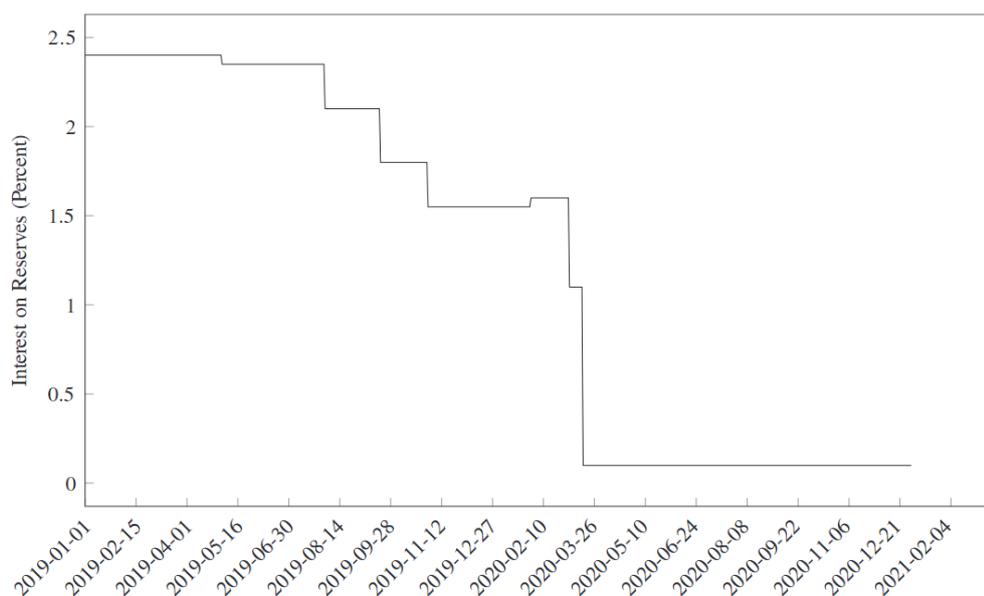


Fonte: *Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021.*

Fig.16: *Andamento dello IOR*

<sup>43</sup> Strumento primario di politica monetaria della FED, analogo del tasso sui depositi della BCE. Alzando questo tasso al di sopra di quelli di mercato le banche sono incoraggiate a tenere più riserve alla FED avendo un guadagno maggiore degli altri possibili investimenti. Ragionamento contrario quando la FOMC abbassa questo tasso, le banche sono incoraggiate a prestare e a tenere riserve minori presso la banca centrale.

<sup>44</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200303a.htm>



Fonte: *Board of Governors of the Federal Reserve System, 2021.*

La Federal Reserve ha, inoltre, voluto fornire grande sostegno al funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato e garantire il flusso di credito a imprese e famiglie. Per questi motivi, la banca centrale statunitense ha annunciato un nuovo programma di *quantitative easing* pari a 700 miliardi di dollari. Nel dettaglio, nello stesso comunicato stampa del 15 marzo, la FED ha informato che nei mesi successivi, avrebbe acquistato 500 miliardi di dollari di buoni del Tesoro e 200 miliardi di titoli ipotecari, gli MBS (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020).

Infine, la FED ha alzato il tetto di spesa sulle repos, precedentemente fissato ad un massimo di 100 miliardi per le *over-night repos*<sup>45</sup> e di 20 miliardi per le repos a scadenza bisettimanale. A inizio marzo vi era stato un primo rialzo portando il limite, rispettivamente, a 150 e 45 miliardi, ma in questa occasione il limite per le *over-night repos* è stato portato a 1.000 miliardi e la stessa somma, da dividere in parti uguali, è stata destinata alle repos mensili e trimestrali (Cachanosky, Cutsinger, Hogan, Luther e Salter, 2021).

Il 23 marzo 2020 la FOMC ha annunciato nuove misure per fronteggiare la crisi pandemica. Nello specifico ha reso il *Quantitative Easing* avviato la settimana precedente illimitato, affermando che gli acquisti sarebbero stati condotti “*in the amounts needed to support smooth market functioning and effective transmission of monetary policy to broader financial conditions*” (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020).

Le altre azioni intraprese dalla FED possono essere ricondotte all’assunzione, da parte della banca centrale, del ruolo di prestatore d’ultima istanza. La crisi pandemica ha portato il FOMC a rivitalizzare precedenti *facility*<sup>46</sup> intraprese a seguito della crisi finanziaria del 2008 e a crearne di nuove pensate appositamente per la nuova situazione (Cachanosky, Cutsinger, Hogan, Luther e Salter, 2021).

<sup>45</sup> Classico *repurchase agreement* nel quale il riacquisto avviene il giorno successivo alla vendita. Operazione utilizzata solitamente dagli istituti finanziari per alzare le proprie riserve a breve termine.

<sup>46</sup> Con *facility* s’intende un programma mirato a facilitare e ad estendere il credito a banche, imprese o più in generale ad interi settori dell’economia.

Fra i nuovi programmi si ricordano i *Primary and Secondary Market Corporate Credit Facilities* (PMCCF and SMCCF) *facilities* progettate per supportare il credito ai grandi datori di lavoro in modo che siano in grado di mantenere le proprie operazioni e capacità aziendali. Fra quelli rivitalizzati si può fare l'esempio del *Term Asset-backed securities Loan Facility* (TALF), creato nel 2008 per fornire liquidità nei mercati a breve e medio termine che erogano credito a privati e ad imprese e reintrodotta con una capacità di 100 miliardi.<sup>47</sup> Pensando ai primi due programmi risulta evidente come la FED, per la prima volta nella sua storia, sia diventata un prestatore d'ultima istanza anche per il macrosettore "non finanziario".

Il 9 aprile 2020, Powell, sottolineando ancora una volta gli obiettivi della massima occupazione e della stabilità dei prezzi, ha annunciato ulteriori azioni per fornire fino a 2300 miliardi di prestiti a sostegno dell'economia. Questa somma è stata raggiunta attraverso un incremento dei fondi destinati alle *facilities*, con lo scopo di aiutare famiglie ed imprese e rafforzare la capacità dei governi di fornire servizi durante la crisi pandemica (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020).

Da qui in poi gli Stati Uniti hanno sperimentato una situazione macroeconomica analoga a quella europea, con un forte rimbalzo ottenuto grazie all'alleggerimento delle misure restrittive, e un rallentamento causato dalla recrudescenza dei contagi dell'autunno del 2020. Nonostante la situazione variabile la FED ha mantenuto la rotta, riconfermando nei vari comunicati stampa le misure descritte sopra.

Unica variazione degna di nota è stato il cambiamento dell'orientamento della politica monetaria, con la decisione, verso fine agosto 2020, di adottare un *average inflation targeting*: l'obiettivo non è più quello di ottenere un'inflazione del 2% ma un'inflazione pari in media al 2% nel tempo. Ciò significa che in seguito a periodi in cui l'inflazione è al di sotto del 2%, un'appropriata politica monetaria deve puntare a ottenere un'inflazione moderatamente superiore al 2% (Cachanosky, Cutsinger, Hogan, Luther e Salter, 2021).

L'attenzione è stata rivolta quindi sulla *forward guidance*, ritenendo, man mano, le misure attivate a inizio pandemia adatte a fornire lo stimolo e il supporto necessario all'economia statunitense (tassi di interesse allo 0%, acquisti di titoli per 120 miliardi al mese, 80 sui titoli di stato e 40 su MBS e *quantitative easing* invariato).

In conclusione, entrambe le banche centrali, la BCE e la FED, hanno risposto con incredibile forza alla crisi pandemica. Probabilmente memori dell'esperienza passata con la crisi sub-prime, dove le risposte erano state tardive, le due istituzioni hanno reagito con velocità e su larga scala ricorrendo sempre di più a politiche monetarie non convenzionali per supportare l'economia. La differenza sostanziale nell'operato delle due banche centrali è dunque da rintracciarsi nelle condizioni di partenza pre-pandemia illustrate a inizio paragrafo: lo spazio di manovra. La FED ha avuto modo di adottare un mix di strumenti di politica monetaria convenzionali e non, con il taglio dei tassi di interesse e i programmi di emergenza, mentre la BCE si è potuta servire solo di misure non convenzionali e a più larga scala, basti pensare alla portata del PEPP. Un'altra differenza è rappresentata dall'evoluzione delle risposte: la FED non ha aggiornato le proprie misure, con i fondi stimati all'inizio che si sono rivelati cipienti anche per gli svolgimenti successivi, mentre la BCE ha aggiornato la portata delle proprie misure varie volte. Questa differenza va però analizzata tenendo a mente che la situazione pandemica non è stata gestita ugualmente nell'Eurozona e negli Stati Uniti. L'Europa ha sperimentato un impatto più forte a livello economico per via della maggiore presenza di misure restrittive, soprattutto con riferimento alla seconda ondata, mentre l'approccio americano è

---

<sup>47</sup> <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/04/the-covid-19-pandemic-and-the-feds-response/>

stato più tollerante. Negli U.S.A. dunque il rallentamento della crescita è stato meno significativo, rendendo meno necessari ulteriori stimoli della banca centrale come invece è successo nell'Eurozona.

### 3.5 Effetti delle misure sull'economia reale

La BCE ha svolto un ruolo cruciale nella gestione della crisi pandemica. Il suo operato è stato fondamentale per contrastare il restringimento delle condizioni di credito, impattando direttamente sull'economia reale dell'Eurozona.

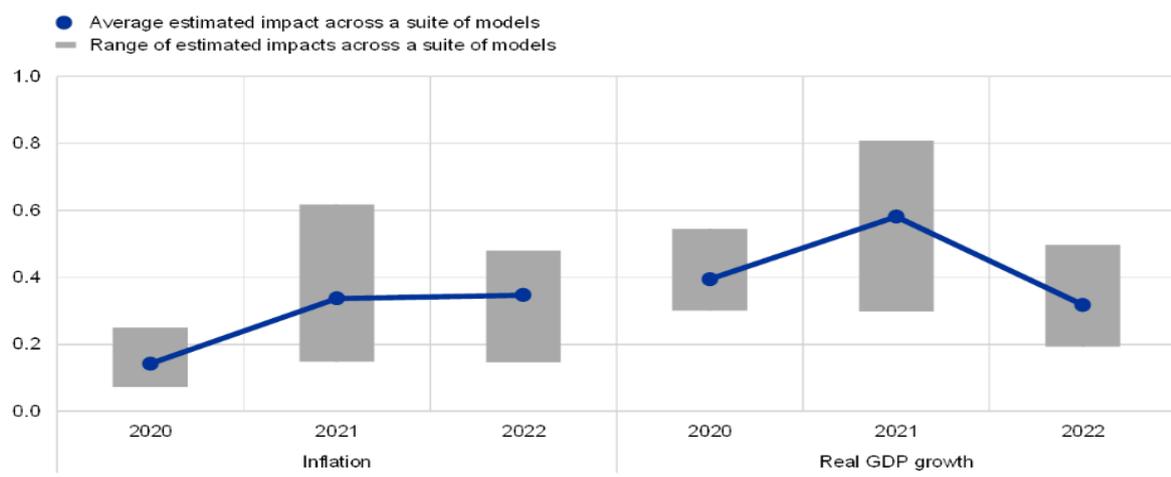
Analizzando l'economia dell'Eurozona, la BCE ha registrato, dopo una contrazione del 6.4% nel 2020, la più significativa di sempre, una crescita del Pil in termini del 5.3% nel 2021. La ripresa è iniziata nel settore industriale, che ha registrato tassi di crescita sostenuti ma, grazie alla riapertura delle attività economiche e l'allentamento delle restrizioni nel secondo e nel terzo trimestre, il settore dei servizi ha iniziato a recuperare, creando le premesse per una ripresa più generalizzata. Anche il mercato del lavoro ha recuperato insieme alla ripresa dell'attività dell'area dell'euro. Il tasso di disoccupazione è sceso gradualmente, dall'8.2% di gennaio 2021 al 7% di dicembre. Infine, i consumi privati sono aumentati del 3,5% nel 2021, segnando una ripresa particolarmente marcata nel secondo e terzo trimestre (BCE, 2022). Questi dati generali non riescono però a catturare l'impatto specifico delle misure.

Con riferimento alle politiche fiscali bisogna tenere in considerazione che queste sono state così espansive proprio grazie alla BCE, basti pensare a come l'annuncio del PEPP abbia influito sui rendimenti dei titoli di stato e sullo spread, ridotto secondo le stime di circa 45 punti base (Benigno, Canofari, Di Bartolomeo & Messori, 2021).

Ancor più interessante è l'analisi sulla flessibilità del PEPP, specialmente quella temporale, che ha permesso di rispondere adeguatamente e con intensità diversa alla volatilità dei mercati garantendo un'efficace trasmissione della politica monetaria (Bernardini e De Nicola, 2020).

L'implementazione delle TLTRO è stata anche essa molto importante visto l'importanza del settore bancario all'interno dell'economia europea. L'effetto combinato di quest'ultime con il PEPP e i programmi di acquisto è risultato molto significativo: secondo le stime ha aggiunto 1.3 punti percentuali alla crescita del Pil e 0.8 punti percentuali alle stime sull'inflazione (Hutchinson e Mee 2020).

Fig.17: *Impatto stimato di TLTRO, PEPP e APP su Pil e Inflazione*



Fonte: *Hutchinson J., Mee S. (2020), The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis, Economic Bulletin Boxes, 5.*

In conclusione, l'effetto più importante delle politiche della BCE è stata la stabilizzazione dei mercati finanziari che ha portato a cascata gli effetti sull'economia reale sopra descritti.

## Conclusioni

Il mondo della politica monetaria è stato totalmente ridefinito dalle due grandi crisi economiche di questo nuovo secolo.

La Grande Recessione del 2008, avendo dimostrato l'insufficienza dei tradizionali strumenti delle banche centrali, ha indotto quest'ultime ad adottare su larga scala strumenti non convenzionali, come il *quantitative easing*, la *forward guidance*, i programmi di acquisto di attività e le operazioni di rifinanziamento. A seguito del crollo di Lehman Brothers queste misure si sono rivelate l'unico modo per uscire veramente dalla crisi e iniziare la ripresa economica.

Secondo diversi economisti la riluttanza iniziale della BCE ad adottare questo approccio aggressivo è stata probabilmente la causa del ritardo dell'Eurozona, in confronto agli Stati Uniti, nel ritornare ai livelli economici precrisi (cfr. Kang, Lighthart, Mody, 2016). In particolare, il confronto con la FED porta a pensare che se l'Eurosistema fosse stato meno esitante nel ridurre i tassi di interesse e avesse implementato sin da subito le cosiddette risposte bazooka (il primo *quantitative easing* negli States è stato lanciato a fine 2008), la fase di *recovery* sarebbe iniziata prima e la BCE stessa non sarebbe stata costretta poi a prendere misure drastiche quali i tassi di interesse negativi.

Lo shock esogeno del Covid-19 nel 2020 e il conseguente crollo dell'economia globale ha presentato uno scenario totalmente diverso. La BCE ha reagito velocemente e con forza. La sfida rappresentata dalla pandemia è stato un banco di prova significativo per l'evoluzione della politica monetaria di Francoforte. Con l'esiguo spazio di manovra post crisi finanziaria, la banca centrale non ha potuto fare affidamento sulla politica convenzionale del taglio dei tassi di interesse e ha portato i *policy-makers* ad implementare misure senza precedenti (Bartsch et al., 2019).

Programmi, introdotti o rimodulati con la pandemia come il PEPP, le TLTRO o le PELTRO, sono stati per l'appunto senza precedenti in termini di velocità di attuazione, di portata e di obiettivi. La reazione positiva dei mercati al loro utilizzo e il numero di programmi avviati dalla banca centrale hanno dimostrato come questi strumenti non convenzionali siano diventati invece piuttosto convenzionali.

La BCE si è dunque adattata al mondo dei bassi tassi di interesse ridefinendo le proprie possibilità di intervento nell'affrontare gravi crisi economiche. Le misure implementate in contrasto al Covid-19 permettono di affermare che la banca centrale europea abbia, almeno apparentemente, fatto proprio l'approccio introdotto da Draghi del "*whatever it takes*" per stabilizzare i mercati e supportare la ripresa economica.

Le recessioni del 2009, 2012 e 2020 sono eventi storici che nell'arco di solo due decenni hanno dimostrato come le crisi finanziarie siano sempre più frequenti in questo mondo globalizzato e conseguentemente più volatile.

L'attuale crisi geopolitica in Ucraina e le sanzioni contro la Russia sono un esempio di questa volatilità. La stessa presidente della BCE Lagarde ha annunciato recentemente che "*l'andamento dell'economia dipenderà in maniera cruciale dall'evoluzione del conflitto, dall'impatto delle sanzioni vigenti e da eventuali ulteriori misure*" (Lagarde, 2022) mentre è già certo che la crescita sarà minore e l'inflazione subirà forti pressioni in rialzo per via dell'aumento dei prezzi dell'energia. Sempre in questa occasione è stato annunciato che "*Il Consiglio direttivo intraprenderà qualsiasi azione necessaria per adempiere il mandato della BCE di perseguire la stabilità dei prezzi e per contribuire a preservare la stabilità finanziaria*" (Lagarde, 2022).

In conclusione, si ha la conferma che la politica monetaria della BCE si sia, probabilmente in un passaggio irreversibile, uniformata all'approccio del *whatever it takes* per contrastare le possibili crisi economiche future.

## Bibliografia

- Aguilar P., Arce O., Hurtado S., Martínez-Martín J., Nuño G., Thomas C. (2020), The ECB monetary policy response to the COVID-19 crisis, Documentos Ocasionales, No 2026, Banco de España
- Altavilla C., Barbiero F., Boucinha M., Burlon L. (2020), The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions, ECB Working Paper no.2465
- Antoniazzi S. (2013), La Banca Centrale Europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria, Giappichelli editore, Torino
- Banca Centrale Europea (2005), La politica monetaria della BCE, II ed
- Banca Centrale Europea (2002), Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della BCE
- Banca Centrale Europea (2010), The ECB's response to the financial crisis, monthly bulletin october 2010
- Banca Centrale Europea (2011), Monthly Bulletin August 2011
- Banca Centrale Europea (2011), Monthly Bulletin October 2011
- Banca Centrale Europea (2012), Technical features of Outright Monetary Transactions
- Banca Centrale Europea (2013), Monthly Bulletin September 2013
- Banca Centrale Europea (2015), ECB Annual Report 2014
- Banca Centrale Europea (2017), ECB Annual Report 2016
- Banca Centrale Europea (2021), ECB Annual Report 2020
- Banca Centrale Europea (2022), ECB Annual Report 2021
- Banca d'Italia (2020), Dettagli delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (PELTRO)
- Banca d'Italia (2021), Relazione annuale 2020
- Bartsch E., Boivin J., Fischer S., Hildebrand P. (2019), Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination, BlackRock Investment Institute, Macro and market perspectives August 2019
- Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., & Messori, M. (2021), The ECB's Measures in Support of the COVID-19 Crisis, Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 1-34.
- Bernardini M., De Nicola A. (2020), The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis, Banca d'Italia Working Papers, 1310, dicembre 2020.

Bianco, K. M. (2008), *The subprime lending crisis: Causes and effects of the mortgage meltdown*, New York: CCH, Wolters Kluwer Law & Business

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020), *Federal Reserve issues FOMC statement*, March 15, 2020 Press release

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020), *Federal Reserve issues FOMC statement*, March 23, 2020 Press release

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020), *Federal Reserve takes additional actions to provide up to \$2.3 trillion in loans to support the economy*, April 09, 2020 Press release

Cachanosky N, Cutsinger BP, Hogan TL, Luther WJ, Salter AW (2021), *The Federal Reserve's response to the COVID-19 contraction: An initial appraisal*, *South Econ J*;87

Capriglione F., Semeraro G. (2012), *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, l'Unione Europea tra rischi e opportunità*, UTET giuridica, Torino

Committee for the study of economic and monetary Union (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*

Consiglio dell'Unione europea (2020), *Dichiarazione dei ministri delle finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19*, comunicato stampa del 23 marzo 2020.

D'Adda, C. (2009), *La crisi finanziaria globale 2008-2009*. *Rivista Internazionale Di Scienze Sociali*, 117(1)

De Simone E. (2018), *Storia Economica, dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, Franco Angeli, Milano

De Cos P.H. (2021), *The European Central Bank's monetary policy: response to the pandemic crisis and future challenges*, english translation of the Spanish original, Pablo Hernández de Cos, Governor of the Banco de España at Universidad Autónoma de Madrid 3 March 2021

Draghi M. (2014), *Introductory statement to the press conference*, Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 5 June 2014 ECB Press Conferences

Draghi M. (2015), *Introductory statement to the press conference*, Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 22 January 2015, ECB Press Conferences

European Court of Justice (2015), *Press Release no 70/15*, Luxembourg, 16 June 2015

Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea (2012), *Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea*

Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea (2012), *Trattato sull'Unione Europea*

Gibson, H. D., Hall, S. G., & Tavlas, G. S. (2012), *The Greek financial crisis: Growing imbalances and sovereign spreads*, *Journal of International Money and Finance*, 31(3)

Hartmann P., Smets F. (2018), *The first twenty years of the European Central Bank: Monetary Policy*, ECB Working Paper no.2219

Hausman A., Johnston W.J. (2014), *Timeline of a financial crisis: Introduction to the special issue*, *Journal of Business Research*, 67(1)

- Hutchinson J., Mee S. (2020), The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis, Economic Bulletin Boxes, 5
- Kang D.W., Ligthart N., Mody A. (2016), The ECB and the Fed: a comparative narrative, Bruegel, January 2016
- Lagarde C. (2022), Monetary Policy Statement, Press conference of Christine Lagarde, President of the ECB and Luis de Guindos, Vice-President of the ECB, Frankfurt am Main, 14 April 2022
- Lane, P. R. (2012), The European sovereign debt crisis, Journal of Economic Perspectives, 26(3)
- Micossi, S. (2015), The monetary policy of the European Central Bank (2002-2015), CEPS Special Report, 109
- Nasti S., Pasqualone F. (2020), Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca d'Italia, Banca d'Italia, Note Covid-19, 24 luglio 2020
- Sheller H. (2006), La Banca Centrale Europea, storia, ruolo e funzioni, Banca Centrale Europea
- Trichet J.C. (2010), State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009, J. Common Mkt. Stud., HeinOnline
- Zettelmeyer J., Trebesch C., Gulati M. (2013), The Greek Debt Restructuring: An Autopsy, 28 Economic Policy 28(75)

## Sitografia

<https://www.ecb.europa.eu>

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/bankingunion/html/index.it.html>

<https://www.europarl.europa.eu/portal/it>

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/unione-europea/index.html>

<https://www.federalreservehistory.org/essays/great-recession-and-its-aftermath>

<https://www.federalreservehistory.org/essays/subprime-mortgage-crisis>

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

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

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/currency\\_swap\\_lines.it.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/currency_swap_lines.it.html)

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

<https://www.reuters.com/article/us-eurozone-idUSTRE6400PJ20100502>

<https://www.esm.europa.eu/about-us/efsf/before-the-esm>

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2010/html/pr100510.en.html>

<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180504.en.html>

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)

[https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes\\_riforma/index.html](https://www.bancaditalia.it/media/fact/2019/mes_riforma/index.html)

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/milestones/html/index.en.html>

<https://open.luiss.it/2020/08/24/leroe-riluttante-quando-mario-draghi-e-la-bce-salvarono-leuro/>

[https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward\\_guidance.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.en.html)

<https://www2.deloitte.com/us/en/insights/economy/covid-19/economic-impact-covid-19.html>

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200303a.htm>

<https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/international-trade-during-the-covid-19-pandemic-big-shifts-and-uncertainty-d1131663/>

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315a.htm>

<https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/04/the-covid-19-pandemic-and-the-feds-response/>