



## Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Macroeconomia e Politica Economica

# La BCE e la FED, Politiche monetarie a contrasto alla crisi Covid-19

Prof. Alessandro Pandimiglio

Federico Dolcetti  
Matricola 236771

---

RELATORE

---

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
<b>CAPITOLO 1</b> .....	<b>6</b>
<b><i>BCE e FED: struttura, obiettivi, politiche monetarie</i></b> .....	<b>6</b>
<b>1 LA BCE</b> .....	<b>6</b>
1.1 LE ORIGINI .....	6
1.2 La nascita della BCE e il suo ruolo negli organi della Unione Europea .....	8
1.3 L'ORGANIZZAZIONE STRUTTURALE DELLA BCE .....	9
1.4 OBIETTIVI DELLA BCE.....	12
1.5 PRINCIPALI FUNZIONI DELLA BCE E STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA.....	14
1.6 LE OPERAZIONI CONVENZIONALI .....	16
1.7 Le operazioni non convenzionali.....	18
<b>2 LA FED</b> .....	<b>20</b>
2.1 LA NASCITA E L'EVOLUZIONE .....	20
2.2 LA STRUTTURA DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM .....	21
2.3 L'INDIPENDENZA DELLA FEDERAL RESERVE .....	24
2.4 LA POLITICA MONETARIA DELLA FED: GLI OBIETTIVI DELLA FED E IL SUO DUPLICE MANDATO.....	25
2.5 STRATEGIE DELLA FED: DEFINIZIONE DEGLI OBIETTIVI INTERMEDI ED OPERATIVI.....	26
2.6 GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA .....	28
<b>Capitolo 2</b> .....	<b>31</b>
<b><i>Effetti economici del COVID-19, approfondimento sul caso italiano</i></b> .....	<b>31</b>
1. IL PASSAGGIO DALLA LA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA.....	31
2. GLI EFFETTI DEL COVID-19 SULL'ECONOMIA ITALIANA .....	34
3. GLI EFFETTI SUL SISTEMA PRODUTTIVO .....	34
4. IL SETTORE TERZIARIO .....	36
5. IL MERCATO DEL LAVORO.....	38
6. LO SCENARIO MACROECONOMICO MONDIALE .....	40
7. IL COMMERCIO ESTERO DELL'ITALIA.....	41
<b>Capitolo 3</b> .....	<b>43</b>
<b><i>Le risposte della BCE e della FED allo shock pandemico</i></b> .....	<b>43</b>
1. GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA .....	43
2.1 EXPANDED ASSET PURCHASE PROGRAMME .....	44
2.2 PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME.....	45
2.3 ANALISI DEL PEPP, DAGLI INIZI AD OGGI.....	47
2.4 LE RISPOSTE DELLA FED ALLA CRISI PANDEMICA .....	49
2.5 LE MISURE A SOSTEGNO DI BANCHE ED IMPRESE .....	52
<b>Conclusioni</b> .....	<b>55</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>57</b>



# INTRODUZIONE

L'economia mondiale sta attraversando in questi anni la più grande crisi finanziaria e reale degli ultimi decenni. Lo scoppio della pandemia dovuta al virus SARS-CoV-2, comunemente conosciuto come COVID-19, ha determinato in primo luogo una profonda crisi dei sistemi sanitari di tutto il mondo, provocando una frattura profonda nei comportamenti sociali ed economici su cui fino ad oggi si era fondato il complesso delle società, sia sviluppate che non.

Le istituzioni nazionali e internazionali hanno introdotto una serie di misure straordinarie nel tentativo di arginare gli effetti devastanti che la pandemia ha provocato a quasi tutti i settori industriali e in tutte le fasce della popolazione, colpendo in particolare determinati settori quali ad esempio quello del turismo e della ristorazione.

Contemporaneamente agli interventi governativi, anche le banche centrali hanno introdotto strumenti di politica monetaria sia convenzionali che non convenzionali. Lo scopo di questo lavoro è quello di descrivere e confrontare le principali politiche monetarie intraprese dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalla Federal Reserve americana (FED), mostrandone le modalità di attuazione e i risultati conseguiti.

Nel primo capitolo, dopo aver riportato dei brevi cenni storici che hanno condotto alla nascita delle due istituzioni, si descrivono la struttura, l'organizzazione, gli obiettivi e gli strumenti delle due banche centrali.

Nel secondo capitolo, vengono riassunti i principali effetti che la pandemia da COVID-19 ha provocato sia sui mercati finanziari che sui mercati reali con particolare riguardo al mercato europeo e a quello italiano.

Nel terzo capitolo, vengono infine descritte le principali politiche monetarie e gli strumenti adottati per contrastare la crisi. In questo capitolo descriviamo inizialmente gli interventi della Banca Centrale Europea, che ha puntato inizialmente sul rafforzamento e sull'aggiustamento di particolari programmi già esistenti come l'APP (Expanded Asset Purchase Programme). Viene successivamente presentato il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), programma che viene presentato nel marzo 2020 e che rientra nella classe degli strumenti non convenzionali, da applicarsi esclusivamente durante il perdurare della crisi emergenziale. In questo capitolo vengono descritte in seguito le politiche monetarie introdotte dalla FED, tra le quali la manovra sui tassi

d'interesse e gli accordi riconducibili al FIMA Repo Facility, finalizzate all'aiuto del mercato internazionale. Vengono poi analizzate le misure a sostegno delle imprese.

# CAPITOLO 1

## BCE e FED: struttura, obiettivi, politiche monetarie

Le Banche centrali nel corso del tempo hanno assunto un ruolo sempre più importante all'interno dei propri sistemi economici. La maggior parte delle banche centrali condividono molte caratteristiche ed obiettivi comuni. Esistono tuttavia delle differenze, sia nella struttura che negli strumenti di politica monetaria che vengono adottati da ciascuna banca centrale. Tali differenze dipendono da molteplici fattori tra i quali, il grado di sviluppo del settore bancario interno e dai cambiamenti nelle economie, sia a livello globale che a livello nazionale. Inoltre, alle banche centrali sono stati attribuiti compiti e responsabilità sempre maggiori, il che ha richiesto un aumento del grado di indipendenza delle banche centrali rispetto alle utilità fiscali e alle istituzioni politiche. In questo capitolo esaminerò la struttura, gli obiettivi e le principali differenze relative alla Banca Centrale europea e alla Federal Reserve americana.

### 1 LA BCE

#### 1.1 LE ORIGINI

Il 1° gennaio 1998 fu istituita la Banca Centrale europea (BCE), che rappresenta una delle principali istituzioni che oggi compongono l'Unione Europea (UE). La nascita di questa istituzione completa un percorso iniziato nel marzo del 1957, quando Belgio, Francia, Italia, Olanda e Lussemburgo sottoscrissero il Trattato di Roma, che diede le basi per la costituzione della Comunità Economica Europea (CEE). Uno degli obiettivi di questo trattato era quello di creare un mercato unico europeo attraverso il coordinamento tra le politiche fiscali e monetarie tra gli Stati membri. Infatti, i primi articoli del trattato individuano chiaramente che la missione della Comunità Europea era quella della creazione di un mercato comune specificando le azioni ed i tempi per adempiere al suo mandato. Il Trattato abolì inoltre i tassi doganali tra gli stati membri, istituendo una tariffa doganale esterna comune e quindi una sorta di frontiera nei confronti dei prodotti provenienti da Stati esterni. Il processo della creazione di un mercato comune con una moneta comune compie un ulteriore

passo in avanti nel 1972 attraverso la nascita del cosiddetto “*serpente monetario*”. Ciò venne fatto con lo scopo di rafforzare il coordinamento tra le politiche di gestione del cambio dei paesi europei e garantendo una stabilità tra le valute, fissando dei margini di fluttuazione tra le valute stesse. Gli anni '70 sono stati caratterizzati da una elevata inflazione causata da una elevata instabilità dei cambi, provocati dalle crisi petrolifere, dovute ai conflitti nel Medio Oriente e all'abbandono della convertibilità del dollaro in oro (annunciata dal Presidente Nixon) che di fatto ha segnato la fine degli accordi di *Bretton Woods*. Ciò spinse i paesi membri verso una maggiore cooperazione economica monetaria, che nel 1979 trasformò il “*serpente monetario*” in un vero e proprio accordo di cambio, che fu denominato *Sistema Monetario Europeo (SME)*. L'obiettivo dello SME era quello di creare in Europa una zona di stabilità monetaria. Lo SME era sostanzialmente composto da due elementi: il primo elemento era dato dagli *Accordi Europei di Cambio (AEC)* tendenti a ridurre le oscillazioni dei cambi tra le monete comunitarie, mentre l'altro elemento fu creato per fornire credito ai paesi aderenti all'accordo che sperimentavano difficoltà nella bilancia dei pagamenti. In particolare, gli Accordi Europei di Cambio implicavano la necessità di intervento delle banche centrali dei paesi membri ogni qual volta che il cambio della loro moneta con una moneta di un altro paese aderente arrivasse ad un limite superiore od inferiore di una banda di oscillazione del +/- 2,5% rispetto ad una parità centrale prefissata. Parallelamente alla introduzione dello SME, venne introdotta nel sistema una moneta paniere denominata “*European Currency Unit (ECU)*”, composta da tutte le monete europee ponderate con dei pesi prefissati. L'ECU veniva utilizzato per calcolare il cambio corrente delle diverse valute appartenenti all'accordo. Nel 1986 fu siglato l'*Atto Unico Europeo (Single European Act)* che sancì l'accresciuta propensione dei paesi europei a procedere all'integrazione sulla via economica e monetaria. Con tale atto, da un lato si decise di completare la creazione del mercato unico europeo, a partire dal 1983, mediante l'eliminazione delle residue barriere non tariffarie e agli ostacoli dei movimenti dei capitali e delle persone. Dall'altro lato si rafforzarono i meccanismi di credito e di coordinamento degli interventi tra le diverse banche centrali. Nel 1989 viene presentato il *rapporto Delors* (dal nome del Presidente del comitato che lo produsse), che presentava le tappe per il raggiungimento dell'Unione Europea Monetaria (UEM). Nel rapporto venivano fissate tre fasi. La prima fase ebbe inizio nel 1990, che comportò l'eliminazione delle restrizioni ai movimenti di capitale da parte dei paesi membri. La seconda fase si avviò nel 1984 mediante la creazione dell'*Istituto Monetario Europeo (IME)*. Questo istituto aveva il compito di rafforzare il coordinamento delle politiche monetarie in preparazione della fase finale. L'ultima fase iniziò il 1° gennaio 1999 che comportò in particolare: 1) un accordo di fissazione della

convertibilità delle monete irreversibile; 2) l'eliminazione di ogni ostacolo ai movimenti di merci e di capitali; 3) l'eliminazione dei margini di fluttuazione di monete comunitarie con la fissazione dei tassi di cambio tra le diverse monete e la moneta unica europea denominata "Euro", da immettere nel mercato il 1° gennaio 2002; 4) l'attribuzione della politica monetaria al cosiddetto sistema delle banche centrali e della banca centrale europea.

La terza fase interessò soltanto i paesi che hanno soddisfatto i criteri di convergenza fissati nel 1991 a Maastricht, nel cosiddetto *Trattato di Maastricht*. I criteri fissati da questo Trattato riguardavano la stabilità dei prezzi, la convergenza dei tassi d'interesse a lungo termine, la sostenibilità della posizione finanziaria dell'operatore pubblico e infine un comportamento valutario consono con l'obiettivo della stabilità dei cambi. Per quanto riguarda il grado di stabilità dei prezzi, veniva richiesto che il tasso di aumento dei prezzi al consumo non superasse di 1,5 punti percentuali, il tasso di inflazione medio dei tre paesi più virtuosi nel senso di maggiore stabilità monetaria. Per quanto riguarda la convergenza dei tassi di interesse a lungo termine, il tasso d'interesse medio a lungo termine del paese non avrebbe dovuto essere di oltre 2 punti percentuali il tasso dei tre paesi con più basso tasso di inflazione. Per quanto riguarda la sostenibilità della posizione finanziaria dell'operatore pubblico, venivano considerati come indicatori di stabilità monetaria, il rapporto tra debito pubblico e PIL, che non doveva assumere un valore superiore al 60% e il rapporto tra deficit e PIL, che doveva attestarsi ad un valore massimo del 3%. Infine, per quanto riguarda la stabilità dei cambi, il paese avrebbe dovuto osservare margini normali di fluttuazione e non aver svalutato la propria moneta per almeno due anni.

## 1.2 La nascita della BCE e il suo ruolo negli organi della Unione Europea

Il 1° gennaio 1999 divenne operativa la *Banca Centrale Europea (BCE)*. Questa istituzione è stata collocata nel quadro istituzionale europeo, e tutte le disposizioni ad essa relative, a differenza degli altri organi delle UE, si trovano nella sezione VI del TFUE (trattato sul funzionamento della unione europea). La Banca Centrale Europea rappresenta una istituzione unica nel suo genere per quattro ragioni principali. In primo luogo, non è una Banca Centrale responsabile per una valuta nazionale ma è una banca responsabile della moneta unica degli stati membri dell'UE che gli hanno aderito all'unione economica e monetaria. In secondo luogo, formalmente la BCE è una banca senza stato poiché la sua creazione non è avvenuta in parallelo con la creazione di un governo centrale europeo. In terzo luogo, la BCE è una creazione del Trattato che costituisce la Comunità europea e rappresenta dunque una banca centrale i cui obiettivi, compiti e competenze derivano da una legge

costituzionale sovranazionale e non da una legge nazionale. Infine, la BCE è la Banca Centrale più indipendente nel panorama delle banche centrali nazionali dato che ha come obiettivo principale la stabilità dei prezzi. La BCE ha una personalità giuridica distinta da quella dell'UE, è organo indipendente nell'esercizio dei suoi poteri e nella gestione delle sue finanze. La BCE è inquadrata nel *sistema europeo delle banche centrali (SEBC)* composto dalle banche centrali nazionali dei paesi aderenti all'UE e dalla banca centrale stessa <sup>1</sup>. L'organizzazione e il funzionamento di queste istituzioni sono disciplinati da un apposito protocollo sullo statuto del SEBC e della BCE, in particolare il SEBC è diretto dagli organi decisionali della BCE: il Presidente, il comitato esecutivo e il consiglio direttivo. I principali compiti assegnati al SEBC sono identificabili nei seguenti: 1) definire ed attuare la politica monetarie dell'UE; 2) operare sul mercato dei cambi in linea con le disposizioni dell'articolo 219 TFUE; 3) definire e gestire le riserve in valuta estera dei paesi membri; 4) garantire il regolare funzionamento dei regolari sistemi di pagamento.

Il capitale della BCE è sottoscritto e detenuto dalle *banche centrali nazionali (BCN)*, e la quota da assegnare a ciascuna BCN è stata calcolata in base a criteri economici (rappresentati dal PIL) e demografici (fanno quindi riferimento alla popolazione dello Stato membro). Le funzioni assegnate alla BCE sono inquadrabili in una interpretazione restrittiva dei compiti di una BC. Infatti, a differenza delle altre BC del mondo, la BCE non ha competenza di coprire i debiti degli stati né di prestare soccorso agli stati indebitati ma solvibili. Pertanto, alla BCE è fatto divieto di finanziare il debito pubblico dei singoli stati.

I legami che intercorrono tra la BCE e le altre strutture comunitarie possono evidenziarsi nei seguenti aspetti: in primo luogo il governatore ed i membri del comitato esecutivo della BCE sono eletti da tutti i governi dei paesi membri, e questo passaggio avviene dopo aver consultato il Parlamento Europeo, il Consiglio dei ministri Europeo e il Consiglio Direttivo della BCE. Inoltre, un membro della Commissione Europea ed il Presidente del Consiglio dei ministri hanno accesso alla assemblea della BCE. Infine, la BCE deve presentare ogni anno all'Europarlamento, alla Commissione europea ed al Consiglio europeo una relazione in cui viene illustrata l'attività del SEBC.

### 1.3 L'ORGANIZZAZIONE STRUTTURALE DELLA BCE

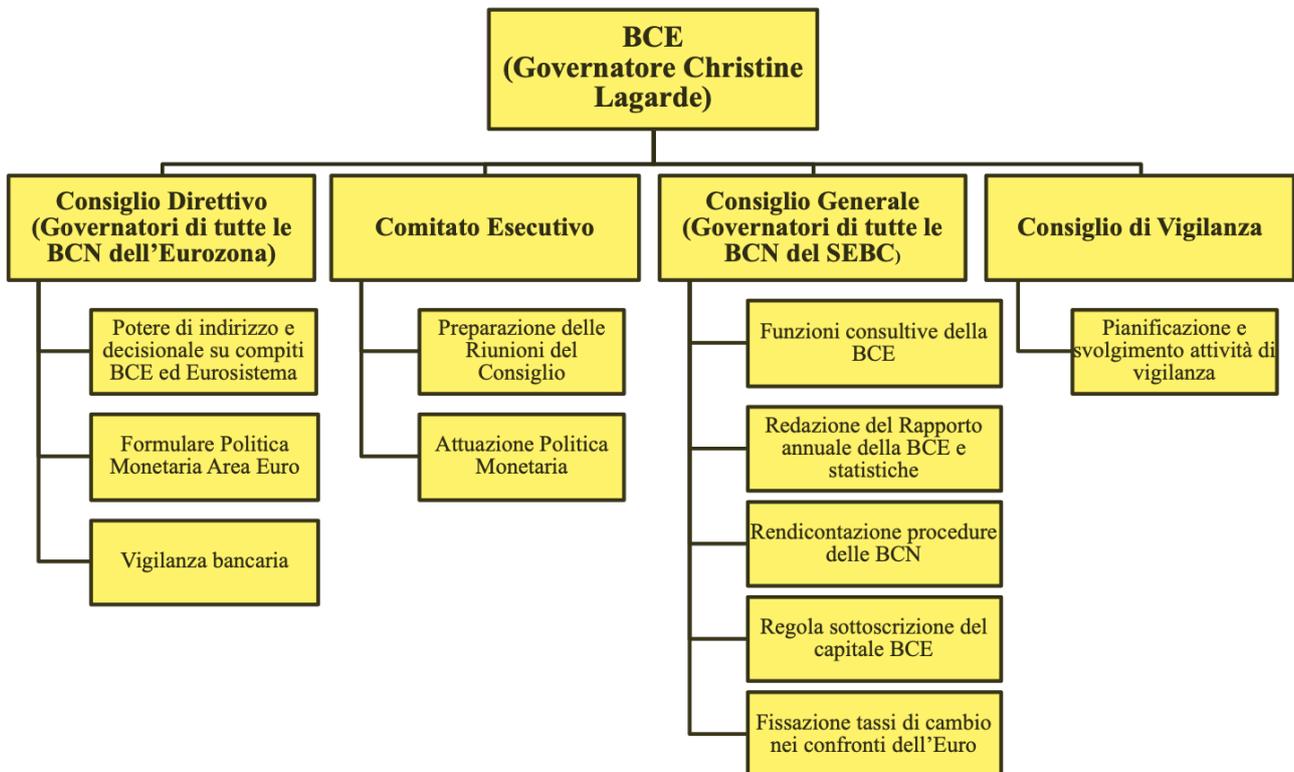
---

<sup>1</sup>Il SEBC è diverso dall'Euro sistema che comprende la BCE, le banche centrali dei paesi che hanno adottato la Moneta Unica Europea.

La struttura organizzativa della Banca centrale europea è ispirata alla struttura organizzativa della Bundesbank tedesca. La struttura è definita nell'articolo 109 A della Comunità europea che prevede che gli organi direttivi siano costituiti da un comitato esecutivo che viene presieduto dal governatore della BCE e da un Consiglio direttivo formato dai membri del Comitato esecutivo e dai rappresentanti delle altre banche che appartengono all'Euro sistema. A loro volta, il Comitato esecutivo e il Comitato direttivo si articolano nei seguenti modi:

- 1) Composto dal Presidente, carica attualmente presieduta da *Christine Lagarde* il cui mandato scade il 1° novembre 2027, seguito dal Vicepresidente ed ulteriori quattro membri. I membri devono essere scelti di comune accordo, ed il meccanismo della nomina è regolato dall'art. 283 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Secondo questo articolo, inizialmente gli stati membri dell'eurozona propongono i loro candidati e successivamente l'eurogruppo, dopo la discussione con il Consiglio direttivo e con la consultazione del Parlamento europeo, ne effettua la nomina. Il principale compito del Comitato esecutivo è quello di implementare le decisioni di politica monetaria prese dal Comitato direttivo tramite adeguate indicazioni impartite dalle BCN. Inoltre, questo organo gestisce importanti affari interni della BCE quali ad esempio la sicurezza interna e la preparazione delle riunioni del Consiglio direttivo. In questo ambito tutte le decisioni vengono prese mediante il meccanismo della maggioranza semplice dei votanti, dove ad ogni membro spetta un unico voto con il voto del Presidente che prevale in caso di parità.
- 2) Il Comitato direttivo comprende tutti i membri del Comitato esecutivo e di governatori delle banche centrali dei paesi dell'area euro. I compiti principali assegnati a questo organo sono:
  - 1) adottare le opportune decisioni che garantiscano il corretto svolgimento dei compiti affidati alla BCE e all'euro sistema;
  - 2) adottare in ambito di vigilanza creditizia tutte le deliberazioni inerenti al quadro generale entro il quale le decisioni di vigilanza vengono assunte;
  - 3) formulare la politica monetaria con gli appositi strumenti a disposizione nell'area euro.Il Comitato direttivo si riunisce in media due volte al mese presso la sede centrale della BCE (a Francoforte) e le riunioni del Comitato direttivo sono convocate distintamente in modo da assicurare la separazione tra le funzioni di vigilanza e la politica monetaria della BCE.
- 3) Il Consiglio generale: quest'organo comprende il Presidente della BCE, il vicepresidente assieme ai 28 governatori delle banche centrali nazionali che fanno parte degli stati membri, ossia i 19 paesi che fanno parte dell'area euro e i nove paesi rimanenti. Inoltre, alle riunioni

indette dal Consiglio anche il Presidente del Consiglio della UE e un altro membro della Commissione senza tuttavia avere diritto di voto. Questo organo può essere considerato a tutti gli effetti come organo di transizione, visto che è destinato a scomparire nel momento in cui tutti gli stati membri della UE entreranno a far parte della eurozona. Per quanto riguarda i compiti assegnati al Consiglio generale, questi riguardano: la raccolta di dati statistici, l'adozione di misure in merito alla sottoscrizione di quote del capitale della BCE, la redazione del rapporto annuale e l'elaborazione delle condizioni di impiego dei dipendenti della BCE. Sempre a questo organo è demandato il compito di uniformare le procedure contabili e di rendiconto che riguardano le operazioni compiute dalle banche centrali nazionali.



## 1.4 OBIETTIVI DELLA BCE

La disposizione fondamentale del trattato in materia di politica monetaria sancisce che l'obiettivo principale dell'euro sistema è relativo al mantenimento della stabilità dei prezzi. Questa disposizione riflette il pensiero economico moderno per quanto riguarda il ruolo, la portata e i limiti della politica monetaria e ha stabilito il fondamento per l'assetto istituzionale ed organizzativo del *sistema di banche centrali nell'UEM*. Vi sono diverse ragioni in base alla definizione dell'obiettivo di perseverare la stabilità dei prezzi. In primo luogo, come confermato da numerosi studi nella letteratura economica, il conseguimento di una stabilità durevole dei prezzi rappresenta il migliore contributo che la politica monetaria possa offrire al miglioramento delle prospettive economiche e all'innalzamento del tenore di vita dei cittadini. In secondo luogo, i fondamenti teorici della politica monetaria, dimostrano che questa può incidere in ultima istanza, esclusivamente sul livello dei prezzi dell'economia. Pertanto, la stabilità dei prezzi rappresenta il solo obiettivo realizzabile dalla politica monetaria nel medio/lungo periodo. Viceversa, sempre seguendo la letteratura economica, la politica monetaria non esercita alcuna influenza durevole sulle variabili dell'economia reale se non attraverso gli effetti positivi indotti dalla stabilità dei prezzi. Tuttavia, pur indicando chiaramente che l'obiettivo principale della BCE è il mantenimento della stabilità dei prezzi, il trattato CE non ne precisa il significato. La BCE fornisce una definizione quantitativa della stabilità dei prezzi. La scelta di un approccio quantitativo, definito nell'ottobre 1998 dal Consiglio direttivo della BCE, è stata guidata da tre motivazioni principali:

- 1) La definizione quantitativa contribuisce a rendere la politica monetaria più trasparente;
- 2) La definizione quantitativa costituisce un indice di riferimento e quindi un parametro in base al quale il pubblico può valutare l'operato della banca centrale. Infatti, poiché gli scostamenti dall'obiettivo dichiarato diventano facilmente individuabili qual ora si mantengano nel tempo, la BCE deve renderne conto e spiegare come intende ripristinare la stabilità dei prezzi in un orizzonte temporale accettabile;
- 3) Tale definizione quantitativa è tesa ad orientare le aspettative dell'andamento futuro dei prezzi da parte degli operatori, in modo da rafforzare le credibilità e accrescere l'efficacia della politica monetaria della BCE. Inoltre, l'impegno primario assunto dalla BCE in merito al mantenimento della stabilità dei prezzi dovrebbe fornire ai mercati finanziari e al pubblico una valida ragione per attendersi nel medio periodo l'inflazione rimanga nei dintorni del parametro dichiarato. Questa stabilizzazione delle aspettative di inflazione a lungo termine dovrebbe contribuire ad evitare se imprese, organizzazioni sindacali e gli altri soggetti

coinvolti nel processo di formazione dei salari e dei prezzi basino le proprie scelte sulla ipotesi di un tasso di inflazione più elevato.

Nel dettaglio la BCE ha definito la stabilità dei prezzi come “un aumento sui dodici mesi dell’indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l’area euro inferiore al 2%”, aggiungendo che questa deve essere preservata su un orizzonte temporale di medio termine.

In riferimento all’indice IAPC per l’area euro, ha una doppia valenza: in primo luogo, ciò indica che il filo della politica monetaria della BCE e la stabilità dei prezzi nell’insieme dell’area; in secondo luogo, questa decisione riflette l’importanza che viene attribuita dal pubblico ai prezzi al consumo. Lo IAPC è infatti la misura che rende con la migliore approssimazione le variazioni di prezzo registrate nel tempo da un paniere di beni e servizi al consumo acquistati dalle famiglie dell’area dell’euro. Infine, la formulazione di un obiettivo temporale di medio termine, rispecchia l’opinione secondo cui la politica monetaria non è in grado di operare una regolazione puntuale dell’andamento dei prezzi o dell’inflazione nel breve periodo: le manovre di politica monetaria manifestano i propri effetti con un significativo sfasamento temporale. Di conseguenza, la politica monetaria non è in grado di neutralizzare in poco tempo tutti gli shock imprevedibili del livello dei prezzi, e pertanto una certa variabilità nel tasso di inflazione nel breve periodo è inevitabile. Nell’assolvere il mandato di mantenere la stabilità dei prezzi dell’area euro, la BCE sostiene le politiche economiche generali della comunità europea al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della stessa. Anche in questo caso il miglior modo in cui la BCE può contribuire a promuovere una crescita sostenibile e non inflazionistica, un elevato livello di occupazione, sempre in conformità dell’art. 2 del Trattato CE consiste nel perseguire una politica monetaria orientata alla stabilità dei prezzi creando le condizioni necessarie affinché le altre politiche possano essere portate avanti nella maniera più efficace possibile. Il mandato di sostenere le politiche economiche generali nell’area dell’euro non conferisce alla BCE alcuna competenza diretta per quanto concerne obiettivi aggiuntivi diversi dalla stabilità dei prezzi. Piuttosto il trattato prevede che la BCE tenga conto degli altri obiettivi stabiliti dalla comunità europea al fine di raggiungere il suo obiettivo principale. Pertanto, il mandato di sostenere le politiche generali della comunità non richiede un coordinamento a priori della politica della BCE.

## 1.5 PRINCIPALI FUNZIONI DELLA BCE E STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA

La principale funzione della BCE è quella di assicurare che vengano rispettati i compiti disposti dai trattati alla SEBC, dato che l'obiettivo principale fissato dallo statuto è quello di garantire la stabilità dei prezzi nell'eurozona. Pertanto, il Consiglio direttivo della BCE si propone quale obiettivo primario quello di mantenere l'inflazione sui livelli inferiori ma prossimi al 2% e questo è l'obiettivo finale di politica economica. A tale fine le sue decisioni si fondano sulla strategia di politica monetaria basata su due pilastri e sono attuate valendosi di un assetto operativo:

- 1) il primo pilastro riguarda il controllo dei tassi di interesse ufficiali. La manovra definisce l'orientamento della politica monetaria nel medio breve periodo. Il controllo dei tassi di interesse è uno strumento indiretto poiché influenza i tassi interbancari (obiettivo operativo).
- 2) il secondo pilastro riguarda le operazioni di politica monetaria. L'attuazione delle politiche monetarie rappresenta uno strumento diretto, poiché è volto ad influenzare direttamente nel mercato.

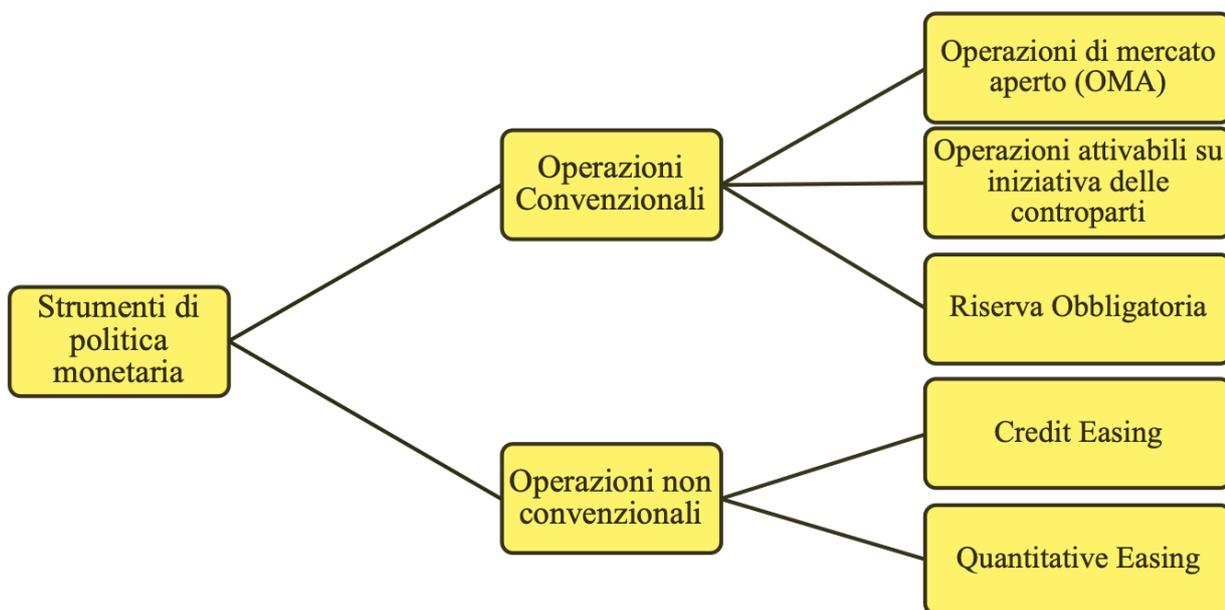
Per quanto riguarda la definizione dei tassi di interesse ufficiali, in un sistema "a corridoio" come quello adottato dall'euro sistema, si elencano i seguenti tassi di interesse:

- 1) Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale, con le quali viene fornita la maggior parte di riserve al sistema bancario che rappresenta il principale segnale sull'orientamento della politica monetaria della BCE. Le operazioni di rifinanziamento principali sono relative ad operazioni temporanee di finanziamento effettuate con una frequenza settimanale con scadenza a due settimane. Le operazioni si svolgono mediante aste che si completano nell'arco di 24 ore dall'annuncio. Queste operazioni rivestono un ruolo centrale nel conseguimento degli obiettivi di politica monetaria e forniscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario.
- 2) Il tasso sulla "deposit facility" utilizzata dalle banche per facilitare le riserve in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria presso l'euro sistema. Questo tasso costituisce il cosiddetto "pavimento dei tassi".
- 3) Il tasso sul rifinanziamento marginale: viene utilizzato dalle banche per prendere a prestito dall'euro sistema riserve con scadenza "over night" (ossia a brevissimo termine). Questo tasso di interesse costituisce il cosiddetto "soffitto dei tassi nel corridoio".
- 4) Tasso di interesse per la riserva obbligatoria: è riconosciuta una remunerazione pari alla media, calcolata sul periodo di mantenimento, dei tassi marginali di aggiudicazione, nelle operazioni di rifinanziamento principali ponderati in base al numero dei corrispondenti

giorni di calendario. Dal 20 giugno 2018 questo tasso è stato pari al 0% con un tasso delle sanzioni per inadempienza agli obblighi di riserva pari al 2,75%.

Sulla base di questi tassi viene calcolato il tasso *EONIA* (*euro over night index average*). Questo tasso costituisce il tasso medio di riferimento nelle operazioni a brevissima scadenza (*over night*) che vengono svolte sul mercato interbancario europeo. Questo tasso si colloca generalmente al centro del corridoio dei tassi.

Per quanto riguarda il secondo pilastro, ovvero le operazioni di politica monetaria svolte dalla BCE, queste possono essere sintetizzate nel seguente schema.



Quindi le operazioni vengono divise principalmente in:

- 1) *operazioni convenzionali*, tra le quali OMA (operazioni di mercato aperto), le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, la riserva obbligatoria;
- 2) *operazioni non convenzionali*, che sono riferite al “*credit easing*” e al “*quantitative easing*”

## 1.6 LE OPERAZIONI CONVENZIONALI

Per quanto riguarda le operazioni di mercato aperto hanno la funzione di immettere, o viceversa di drenare la liquidità dal sistema. Vengono condotte attraverso procedure ad asta o bilaterali, e in base alle finalità, possono essere distinte nelle seguenti categorie:

- 1) operazioni temporanee: da attuarsi sulla base dei contratti di vendita o acquisto a pronti con patto di riacquisto/ vendita a termine o di prestiti garantiti;
- 2) operazioni definitive: sono operazioni con le quali l'euro sistema acquista o vende a titolo definitivo le attività stanziabili sul mercato;
- 3) emissione di certificati di debito;
- 4) swap in valuta;
- 5) raccolte di depositi a tempo determinato.

In base alla durata, le operazioni di mercato aperto possono essere distinte in:

- 1) Le *operazioni di rifinanziamento principale (MRO)* rappresentano operazioni regolari di immissione di liquidità con frequenza e scadenza settimanale. Si basano su di un meccanismo d'asta con un tasso minimo "*main refinancing rate*", che costituisce il tetto al corridoio dei tassi visti in precedenza. Queste operazioni hanno un ruolo centrale nel conseguimento degli obiettivi di politica monetaria e forniscono la maggior parte del rifinanziamento necessario al settore finanziario: il tasso d'interesse su queste operazioni è il tasso d'interesse fondamentale con la quale la BCE indirizza i movimenti dei tassi di mercato;
- 2) Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO)*: sono delle operazioni temporanee di rifinanziamento che hanno una frequenza mensile con scadenza a tre mesi. Sono effettuate dalle banche centrali nazionali mediante delle aste standard. Queste operazioni hanno l'obiettivo di fornire ulteriori finanziamenti a più lungo termine, ma non hanno la finalità di inviare segnali al mercato, e di conseguenza sono normalmente compiute in modo da non influenzare il tasso d'interesse;
- 3) Operazioni di "*fine-tuning*": queste operazioni sono effettuate senza scadenze prestabilite ed hanno l'obiettivo di regolare la libertà di mercato e controllare l'evoluzione dei tassi d'interesse principalmente per ridurre gli effetti sui tassi d'interessi causati da fluttuazioni non previste della liquidità del mercato. Le operazioni possono essere svolte attraverso swap in valuta o attraverso la raccolta di depositi a tempo indeterminato, a seconda degli obiettivi specifici da conseguire. Sono compiute normalmente dalle BCN o in casi eccezionali direttamente dalla BCE, attraverso aste veloci o procedure bilaterali;

- 4) Operazioni di tipo strutturale: sono operazioni sotto forma di emissione di certificato di debito, operazioni temporanee ed operazioni definitive che vengono svolte per modificare la posizione strutturale del SEBC nei confronti del settore finanziario. Le operazioni temporanee e quelle di emissione di certificati di debito sono effettuate dalle BCN attraverso aste standard ed attraverso procedure bilaterali.

I tassi applicati nelle operazioni di mercato aperto rappresentano il più significativo indicatore della impostazione della politica monetaria.

L'altro strumento di politica monetaria convenzionale è il regime di riserva obbligatoria. Le istituzioni soggette a riserva obbligatoria sono le banche insediate nell'area euro. L'ammontare di riserva da detenere è determinato in relazione all'aggregato soggetto a riserve (depositi, titoli di debito, titoli di mercato monetario). I depositi ed i titoli di debito con durata maggiore di due anni ed operazioni pronti contro termine sono soggetti ad una aliquota di riserva pari a zero, mentre i depositi e titoli di debito a scadenza minore ed i titoli del mercato monetario sono soggetti ad una aliquota positiva che la BCE può variare in qualsiasi momento. La riserva obbligatoria viene remunerata al tasso medio di rifinanziamento principali effettuate dal SEBC durante lo stesso periodo di mantenimento. In particolare, la possibilità che viene data agli intermediari finanziari di mobilitare la riserva, ossia di variare giorno per giorno la quantità di base monetaria detenuta a fini di riserva garantendo allo stesso tempo l'adempimento dell'obbligo della media delle riserve giornaliere detenute nel periodo di riferimento, favorisce la stabilizzazione dei tassi d'interesse in quanto incentiva le istituzioni a limitare gli effetti di variazioni temporanee della liquidità. Ad esempio, un aumento della domanda di moneta può essere soddisfatto attraverso una temporanea riduzione della base monetaria detenuta ai fini di riserva obbligatoria e viceversa nel caso di una riduzione temporanea della domanda di moneta.

L'ultimo strumento della politica convenzionale è rappresentato dalle operazioni su iniziativa delle controparti. Tali operazioni tendono ad immettere o ad assorbire liquidità a breve termine, a segnalare l'andamento generale della politica monetaria e a fornire un limite alle fluttuazioni del tasso d'interesse del mercato overnight.

Le operazioni su iniziativa delle controparti possono essere distinte in:

- 1) Operazione di rifinanziamento marginale: con essa le controparti in un mercato scarsamente liquido riescono ad ottenere liquidità overnight, senza limiti quantitativi dalle banche centrali nazionali a fronte di attività poste a garanzia. Il tasso di interesse fissato su queste operazioni pone un limite massimo al tasso d'interesse overnight; con queste operazioni di

durata brevissima, la BCE può svolgere una limitata funzione di prestatore di ultima stanza (*the lender of the last resort*).

- 2) Operazioni di deposito presso la BCN: con esse le controparti in un mercato che presenta ampia liquidità possono ottenere un impiego della stessa; il tasso di interesse fissato per queste operazioni costituisce il corridoio superiore per le operazioni di interesse overnight.

Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale e il tasso sulle operazioni di deposito presso le banche centrali nazionali costituiscono rispettivamente un limite superiore e quello inferiore di un corridoio all'interno del quale si muovono i tassi sulle operazioni overnight. In questo tipo di operazioni, la scelta delle controparti è di particolare importanza in termini di efficienza dell'azione della politica monetaria. È stato stabilito che un ampio numero di controparti siano autorizzate ad accedere alle operazioni di mercato aperto e a quelle per iniziativa delle controparti al fine di accrescere l'efficienza della politica monetaria, garantire condizioni concorrenziali del mercato, il decentramento delle operazioni di politica monetaria da parte del SEBC e per favorire il funzionamento del sistema dei pagamenti. Tale principio non pone quindi alcun limite alla gamma delle controparti per le operazioni definitive. Per le altre, invece le controparti ammesse comprendono di norma soltanto gli intermediari finanziari soggetti all'obbligo di riserva. Le controparti devono comunque essere finanziariamente solide, per garantire il buon fine delle operazioni temporanee. La garanzia di solidità è assicurata dal fatto che le controparti sono assoggettate da parte della autorità nazionali ad almeno una delle forme di vigilanza previste secondo la direttiva di coordinamento bancario della UE.

## 1.7 Le operazioni non convenzionali

L'utilizzo di strumenti di politica monetaria di tipo non convenzionale è diventato di importanza cruciale soprattutto negli anni recenti. Fino alla fine degli anni '90 le autorità monetaria hanno fatto solitamente uso degli strumenti tradizionali tra i quali quelli elencati in precedenza. Tali strumenti sono stati fino ad allora più che sufficienti per fornire al sistema economico la necessaria liquidità in fase di recessione e a contenere le spinte inflazionistiche eccessive nelle fasi di "boom". Tuttavia, l'esperienza degli anni recenti e in ultimo la grande crisi provocata dalla pandemia del Covid-19, dimostrano che gli strumenti convenzionali si rivelano insufficienti a conseguire gli obiettivi della politica monetaria. Nella letteratura economica, tuttavia, non esiste una definizione universalmente accettata di strumento di tipo non convenzionale, dal momento che spesso la differenza tra uno strumento di tipo convenzionale e uno strumento di tipo non convenzionale è molto sfumata. Per

tali ragioni si intenderà come strumento non convenzionale, quell'intervento di politica monetaria che viene attuato durante un periodo di crisi finanziaria profonda, volto al ristabilimento di un normale funzionamento dei mercati finanziari e del credito. Il ricorso a misure non convenzionali è applicato in modo estremamente indifferente dalle banche centrali dei diversi paesi. La banca centrale europea distingue, tra le misure non convenzionali, tra le misure di sostegno del credito *"Enhanced credit support"* i programmi di acquisto dei titoli di stato *"Bond-buying programmes"*. Nella prima categoria di strumenti rientra il credit easing. Questo strumento è finalizzato a migliorare le condizioni del credito e tamponare le crisi di liquidità del credito. In tal caso la banca centrale interviene acquistando titoli dagli intermediari finanziari e aumentandone così la loro disponibilità di riserve senza modificare la base monetaria. Nella seconda categoria rientra il quantitative easing. Questo intervento è più ampio e riguarda non soltanto attività finanziarie del settore privato, ma anche titoli di stato. Questo intervento mira a ripristinare un adeguato funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria evitando il rischio o il protrarsi di un periodo di deflazione. In questo caso l'emissione di liquidità dovuta agli acquisti non viene sterilizzata dalla banca centrale causando una espansione della base monetaria. Il processo inverso è detto invece *"tapering"*. Nel terzo capitolo esamineremo le principali misure di politica economica non convenzionali introdotte dalla BCE a contrasto della crisi dovuta dalla pandemia, tra le quali il *"pandemic emergency purchase programme" (PEPP)*.

## 2 LA FED

### 2.1 LA NASCITA E L'EVOLUZIONE

Il primo tentativo di istituire una moneta nazionale negli Stati Uniti ebbe luogo già durante la guerra di indipendenza, ancor prima dell'unificazione del 1776. In quel periodo il congresso, così come le singole colonie, iniziarono a stampare i c.d. "*Continental*s", un ibrido tra banconote ed obbligazioni garantite unicamente dalla riscossione delle tasse nei territori controllati. Data la mancanza di copertura di questa massa monetaria, i biglietti nel 1780 arrivarono a valere meno di un quarantesimo del loro valore facciale e cessarono di circolare nel 1781. Dopo questo tracollo si costituì nel 1782 *la Bank of North America*: la banca fu finanziata grazie a un prestito in oro offerto dalla Francia. La prima vera istituzione che abbia svolto le funzioni della banca centrale fu la *First Bank of the United States* che fu autorizzata dal Presidente *George Washington* nel 1791. Negli anni successivi regnò una grande confusione fin quando nel 1833 vennero prelevati tutti i depositi federali e convogliati su un numero di istituti privati selezionati dall'esecutivo. Queste società creditizie erano create sul modello della Banca d'Inghilterra ma ebbero una vita breve. Pertanto, fra il 1837 e il 1862 non ci fu nessuna banca centrale e questo periodo venne ricordato come il "*free banking era*". Nel 1863 fu istituito il sistema di banche nazionali, ma anche questo comportò l'ennesima crisi e la necessità di una profonda riforma nel sistema finanziario. Per dare forma ad una banca di emissione nazionale con un consiglio ed un Presidente indipendenti dalla politica, bisognerà attendere lo scoppio della Prima Guerra mondiale. Tutto iniziò nell'ottobre del 1907 quando Dow Jones cadde del 50% rispetto al suo picco dell'anno precedente. Alla base di questo tracollo ci fu la manipolazione del prezzo delle azioni della *United Copper Company*, una società produttrice di rame. Molte banche coinvolte nel progetto realizzarono gravissime perdite e questo disastro, unito ad un panico generalizzato, scatenò una corsa agli sportelli. Pochi mesi più tardi, il congresso americano emanò l'*Aldrich-Vreeland Act* che prese provvedimenti per una moneta sotto il controllo statale, che prese provvedimenti per una moneta sotto il controllo statale costituendo una commissione d'intervento, la *National Monetary Commission*. La commissione avanzò diverse proposte per l'introduzione di una istituzione che avesse il compito di intervenire e prevenire eventuali crisi finanziarie.

A seguito delle elezioni del Presidente *Woodrow Wilson*, le cose seguirono una improvvisa accelerazione. Nel dicembre del 1913, con l'approvazione del *Federal Reserve Act* il Congresso degli Stati Uniti istituì la FED che iniziò le sue operazioni nel 1916. Il *Federal Reserve System* fu costituito

da una banca centrale con sede a Washington e quindici banche regionali nelle principali città del paese. La nuova istituzione fu posta sotto l'autorità del governo che nominava i membri del *Federal Reserve board*, il segretario del tesoro ed il controllore della politica monetaria. Tuttavia, nell'ottobre del 1929 la borsa di New York crollò nuovamente, dando origine ad un periodo di lunga depressione durante il quale fallirono 640 banche e migliaia di risparmiatori finirono sul lastrico. La crisi inizialmente riguardò gli Stati Uniti ma ben presto si espanse nei mercati finanziari internazionali. A questo si accompagnarono una serie di effetti sull'economia reale che decretarono una drastica riduzione degli scambi internazionali che crollarono in pochi mesi oltre l'80%. La FED fece l'errore di continuare a contrarre l'offerta di moneta, rifiutandosi di salvare le banche in difficoltà per via della corsa agli sportelli. La crisi mostrò i limiti del sistema e conseguentemente il *Banking Act* del 1935 trasformò il Federal Reserve Board in *Board of Governors*, che acquisì un potere di controllo sulle banche regionali. Venne inoltre istituito il *Federal Open Market Committee (FOMC)*, il comitato che decide la politica monetaria ed in particolare regola i tassi d'interesse.

## 2.2 LA STRUTTURA DEL FEDERAL RESERVE SYSTEM

La FED è soggetta al controllo del Board of Governors, i cui membri del consiglio, compreso il suo Presidente e vice-presidente, sono scelti dal Presidente e dal Senato. La FED è così composta:

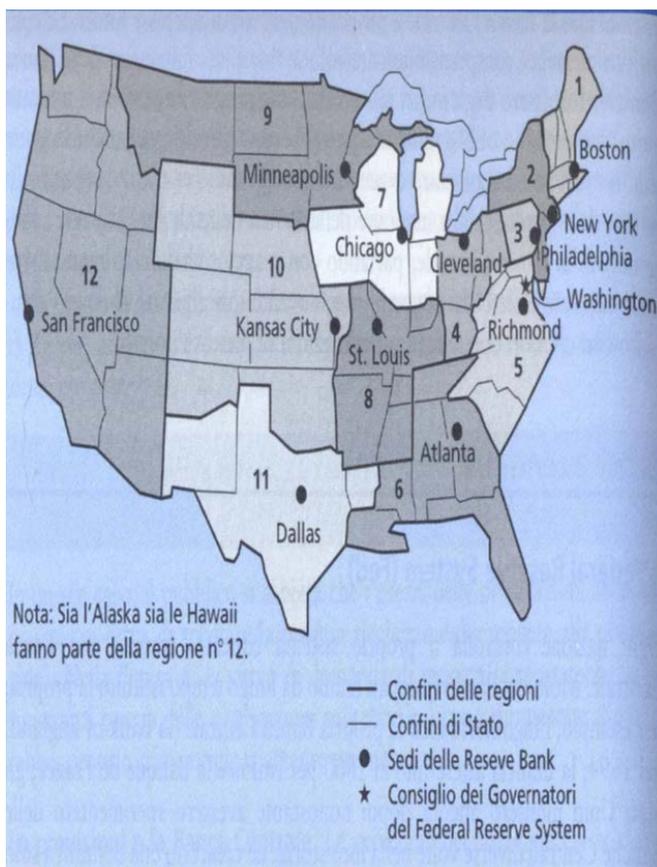
- 1) Un'agenzia governativa centrale, il Board of Governors of the Federal Reserve System;
- 2) Dodici Federal Reserve Bank regionali;
- 3) Dodici membri del FOMC;
- 4) Gli economisti che forniscono al Congresso i vari rapporti della banca.

Per quanto riguarda il consiglio dei governatori, questo ha sede a Washington ed è composto da sette membri nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal senato. Ogni membro del consiglio resta in carica quattordici anni, ed anche se il mandato non è rinnovabile, un governatore può dimettersi prima della scadenza ed essere di nuovo nominato dal Presidente. La responsabilità del consiglio richiede una approfondita analisi sugli sviluppi finanziari ed economici nazionali ed internazionali e tale responsabilità viene svolta assieme agli altri componenti della FED. Il consiglio è coinvolto direttamente nelle decisioni di politica monetaria in quanto definisce gli obblighi di riserva ed approva i cambiamenti sul tasso di sconto apportati dalle Federal Reserve Bank. Tutti e sette i membri del consiglio fanno inoltre parte del FOMC e partecipano alle votazioni sulle operazioni di mercato aperto. Inoltre, al Board sono attribuite funzioni non direttamente connesse alla politica monetaria quali:

- 1) La regolamentazione e la supervisione sulle banche membri del Federal Reserve System, sulle Holding bancarie e sulle attività svolte dalle banche USA all'estero;
- 2) Funzioni normative in campo bancario, quali ad esempio l'approvazione di fusione e domande di nuove attività da parte di banche;
- 3) Assicurare il corretto funzionamento del sistema dei pagamenti attraverso monitoraggi continui;
- 4) Emanare regolamentazioni in materia di credito al consumo.

Il Board si riunisce più volte in una settimana, pubblicando i suoi resoconti e comunicandoli ad altre agenzie governative, gruppi bancari e banche centrali di altre nazioni.

Per quanto riguarda le dodici Federal Reserve Bank che costituiscono il Federal Reserve System, queste sono localizzate in dodici distretti: Boston, New York, Philadelphia, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas, e San Francisco.



A questi si aggiungono venticinque filiali denominate *Federal Reserve Branch*, operanti in particolari zone dei singoli distretti. Si possono definire le Reserve Branch come i bracci operativi dell'intero sistema bancario centrale. Ognuna di queste banche è responsabile di un distretto, ed oltre a svolgere funzioni

del sistema nel suo complesso, come ad esempio la gestione delle politiche creditizie a livello nazionale, agiscono come depositi per le banche del proprio distretto. Possono inoltre dare avvio a variazioni del tasso di sconto e del tasso d'interesse applicati ai prestiti concessi ad altri istituti bancari attraverso la c.d. *Discount Window*<sup>2</sup>. In particolare, le variazioni del tasso di sconto richiedono l'approvazione del Board of Governors. Le Reserve Bank sono sottoposte al controllo del congresso, ogni banca ha un proprio consiglio di amministrazione nel quale fanno parte nove *Directors*, mentre ogni Federal Reserve Branch ha un proprio board composto da sette membri. I Directors sono a loro volta ripartiti in tre categorie (A,B,C) ed ogni categoria si compone di tre persone. All'interno della classe A vi sono tre direttori in rappresentanza delle banche commerciali del distretto. Nella classe B vi sono tre direttori che rappresentano i consumatori ed infine nella classe C sono presenti tre direttori che rappresentano l'interesse pubblico. Per quanto riguarda le elezioni dei membri della classe A e quelli della classe B, questi avvengono da parte delle banche commerciali del distretto, mentre per quanto riguarda i tre direttori della classe C, questi sono eletti dal Board of Governors.

I consigli di amministrazione delle Reserve Banks forniscono alla FED tutte le informazioni sulle situazioni economiche sulla situazione economica degli Stati Uniti. Queste informazioni vengono poi analizzate ed elaborate dal FOMC e dal consiglio dei governatori per prendere importanti decisioni in merito di politica monetaria.

Per quanto riguarda il *Federal Open Committee*, questo rappresenta uno dei principali componenti del Federal Reserve System. È formato da sette membri del Board of Governors e da altri cinque presidenti delle Federal Reserve Banks. Il comitato ha il compito di dirigere le operazioni di mercato aperto, che rappresentano lo strumento principale a disposizione della FED per influenzare il livello dell'offerta di moneta e del credito nel sistema. Dei cinque presidenti delle Federal Reserve, quello della Banca di New York fa parte del FOMC stabilmente, mentre gli altri quattro hanno un mandato di durata annuale e partecipano a rotazione. È lo stesso FOMC, inoltre, che determina la sua organizzazione interna, ed elegge come suo presidente il Presidente del Consiglio dei Governatori e come suo vicepresidente, il Presidente della Federal Reserve Bank di New York. Il comitato si riunisce con una frequenza di otto volte l'anno, e delibera principalmente su questioni che riguardano la conduzione delle operazioni di mercato aperto. Si possono aggiungere tuttavia altre riunioni di carattere straordinario che vengono indette in particolari circostanze. Le decisioni del FOMC riguardano inoltre la definizione del livello di crescita delle riserve, della moneta e del credito, non che i limiti delle fluttuazioni mensili del tasso d'interesse sui Federal Funds. Le decisioni intraprese vengono espresse nella forma di direttive inviate all'ufficio di

---

<sup>2</sup> Si tratta di una linea di credito che intercorre tra autorità monetarie e le banche, e sulla quale gli istituiti di credito pagano alla FED un prezzo determinato dal tasso di sconto (Discount Rate). L'accesso alla Discount Window Landing è stabilito da una serie di regole disciplinate dal Board of Governors.

contrattazione della Federal Reserve Bank di New York, presso il quale il responsabile delle operazioni nazionali di mercato aperto sovrintende a un gruppo di persone che si occupa dell'acquisto e della vendita di titoli di stato. Il Board of Governors redige un resoconto annuale su tutte le azioni che vengono intraprese dal Comitato e una relazione firmata dal Presidente della FOMC inerente alla situazione economica e l'attuazione della politica monetaria. Infine, i comitati consultivi rappresentano altri organi che fanno parte del Federal Reserve System ed hanno compiti di fornire consulenza al Board of Governors in diversi settori. Questi settori riguardano:

- 1) *Federal Advisory Council*, che offre indicazioni generali al board relativamente alle competenze dello stesso;
- 2) *Consumer Advisor Council*, che da consigli al board nell'esercizio delle sue responsabilità ai sensi del *Consumer Credit Protection* e su altri servizi finanziari di consumo;
- 3) *Thrift Institutions Advisory Council*, ente che fornisce informazioni in merito ai bisogni e problemi delle istituzioni economiche.

### 2.3 L'INDIPENDENZA DELLA FEDERAL RESERVE

La Federal Reserve gode di un elevato grado di indipendenza. Infatti, all'istituto è riconosciuta la capacità di definire gli strumenti e gli obiettivi della politica monetaria. L'indipendenza deriva principalmente dal fatto che i sette governatori del Federal Reserve Board vengono nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato. Ciò fa sì che le nomine siano scaglionate in modo da ridurre le possibilità che un solo presidente possa influenzare troppo il consiglio con le proprie nomine. Inoltre, tali governatori restano in carica per quattordici anni e, questa durata non è rinnovabile, eliminando così la possibilità che i governatori possano accordarsi con il Presidente e con il Congresso. Un ulteriore elemento che rafforza l'indipendenza dell'istituto è dovuto dall'autonomia patrimoniale della FED, circostanza questa che la rende autosufficiente. Questa autonomia è resa possibile dai guadagni che derivano dagli interessi dei titoli mantenuti nel portafoglio della FED e dai prestiti concessi alle banche commerciali. Negli ultimi anni, la FED ha registrato profitti nell'ordine dei venti miliardi di dollari che puntualmente non vengono incassati dalla FED ma bensì dal Tesoro degli Stati Uniti. Questo reddito, anche se non incassato, permette alla FED di avere un vantaggio rispetto ad altri enti governativi non essendo così soggetta al processo di stanziamento di fondi controllato dal Congresso. In particolare, il *General Accounting Office*, ossia l'agenzia di verifica contabile del governo federale, non può eseguire un'attività di monitoraggio sulla politica monetaria, e neppure sulle operazioni svolte dalla FED sul mercato dei cambi. Tuttavia,

nonostante la forte indipendenza della FED, l'istituto è comunque soggetto all'influenza del Congresso e viene sottoposto sia al controllo e sia alla revisione del Governo: infatti, i governatori ed il presidente della Federal Reserve Bank devono relazionare regolarmente al Congresso in merito alla politica monetaria, alla regolamentazione bancaria e ad altri temi. Ad esempio, il Congresso ha emanato la *"House Concurrent Resolution 133"*: questa norma fa sì che la FED sia più responsabile delle proprie azioni in quanto le impone di annunciare i suoi obiettivi per i tassi di crescita degli aggregati monetari. Inoltre, attraverso il *Full employment and balanced growth Act* del 1978, la FED è obbligata a giustificare i suoi obiettivi in modo tale da verificare se questi sono coerenti con i programmi economici del Presidente degli Stati Uniti. Anche il Presidente degli Stati Uniti esercita un'influenza importante sulla FED attraverso il Congresso, il Presidente può nominare teoricamente solo uno o due membri del consiglio dei governatori nel corso del suo mandato, ma nella realtà elegge questi membri più spesso. Inoltre, il Presidente beneficia di un potere limitato per quanto riguarda le nomine del consiglio dei governatori. In ogni caso, la FED rimane una delle banche più indipendenti del mondo ed ha una forte autonomia per essendo un ente governativo.

#### 2.4 LA POLITICA MONETARIA DELLA FED: GLI OBIETTIVI DELLA FED E IL SUO DUPLICE MANDATO

Gli obiettivi della politica monetaria sono scritti per statuto nel Federal Reserve Act, il quale stabilisce: "il consiglio dei governatori della Federal Reserve System e il Federal open market Committee devono contenere una crescita di lungo periodo degli aggregati monetari e creditizi coerentemente alla capacità di lungo periodo dell'economia di aumentare la produzione, così come da promuovere efficacemente gli obiettivi di massima occupazione, prezzi stabili e di un livello moderato dei tassi d'interesse nel lungo periodo". Una delle principali priorità della FED è sicuramente la stabilità dei prezzi ed il controllo dell'inflazione. A proposito si parla spesso di duplice mandato della FED secondo il quale gli obiettivi della massima occupazione e della stabilità dei prezzi vengono trattati con pari importanza. Questo è un elemento di distinzione rispetto ai mandati principali delle altre banche centrali, tra le quali la BCE, facendo riferimento a quanto già descritto, fissa come priorità la stabilità dei prezzi e prevede poi la possibilità di perseguire altri obiettivi purché non siano in contrasto con tale obiettivo. Quindi a proposito di FED, si parla di un mandato duale anche se i suoi obiettivi sono tre: la stabilità dei prezzi, la massima occupazione ed il contenimento dei tassi di interesse nel lungo periodo. Questo perché, l'obiettivo legato ai tassi d'interesse si ritiene che sia ridondante dato che la teoria economica suggerisce che attraverso la

stabilità dei prezzi si dovrebbero aggiungere automaticamente un modello moderato dei tassi d'interesse nel lungo termine. Nel breve periodo si viene così a creare un *trade-off* tra i due obiettivi rimanenti, ossia massima occupazione e stabilità dei prezzi, il cosiddetto duplice mandato precedentemente annunciato. A tal proposito si osserva che un certo livello di inflazione può essere necessario nel breve periodo per ridurre eventuali fluttuazioni cicliche ed in questo senso la stabilità dei prezzi viene inquadrata dalla FED come obiettivo solo di lungo periodo.

Pertanto, la banca centrale può concentrarsi nel breve periodo verso l'obiettivo della riduzione delle fluttuazioni cicliche e quindi operare secondo un mandato duale: tuttavia, questa circostanza potrebbe spingere la banca centrale verso l'adozione di politiche troppo espansive, orientate dunque verso un aumento del livello dell'occupazione e del livello della produzione nel breve periodo con un conseguente aumento dell'inflazione nel lungo termine. Ciò evidenzia che esiste quindi un contrasto tra gli obiettivi: la stabilità dei prezzi è di norma in conflitto con la stabilità dei tassi di interesse a lungo termine e con quello della massima occupazione nel breve termine. Infatti, quando l'economia tende ad espandersi e di conseguenza la disoccupazione tende a scendere, può verificarsi che sia l'inflazione e sia i tassi d'interesse possono aumentare. A questo punto, se la banca centrale cercasse di impedire tale innalzamento aumentando la liquidità del sistema mediante una politica monetaria espansiva, ciò potrebbe provocare un ulteriore surriscaldamento dell'economia con un conseguente aumento del tasso d'inflazione. Allora nel caso in cui l'inflazione raggiungesse livelli preoccupanti, la banca centrale potrebbe reagire aumentando il tasso d'interesse. In particolare, potrebbe aumentare il tasso d'interesse over-night, ossia quello applicato sui prestiti erogati dalla FED (*denominato Federal Fund*) spingendo in questo modo al rialzo il tasso d'interesse nell'intero sistema economico. Come conseguenza si osserverà un aumento del costo dell'indebitamento sia sull'acquisto che sull'investimento in beni strumentali, e inoltre ciò può comportare nel breve periodo un innalzamento del tasso di inflazione. Pertanto, la presenza del conflitto tra gli obiettivi può far sì che la FED si trovi dinanzi a scelte difficili in materia di politica monetaria.

## 2.5 STRATEGIE DELLA FED: DEFINIZIONE DEGLI OBIETTIVI INTERMEDI ED OPERATIVI

Per raggiungere gli obiettivi proposti dalla FED, la FED ha a disposizione diversi strumenti, tra i quali le operazioni di mercato aperto, le variazioni del tasso di sconto e del livello delle riserve obbligatorie. Questi strumenti possono influire indirettamente sugli obiettivi finali. Per questo motivo la FED dopo aver deciso sui traguardi da raggiungere in merito ai livelli di prezzo ed

occupazione va a definire un insieme di variabili su cui intervenire definiti obiettivi intermedi. Tali obiettivi intermedi possono essere ricondotti ad aggregati monetari o a tassi d'interesse a breve o a lungo termine, i quali hanno un effetto diretto sia sulla occupazione che sul livello dei prezzi. Inoltre, per meglio raggiungere tali obiettivi, la FED si prefigge degli obiettivi denominati operativi o strumentali, quali ad esempio il livello di riserve obbligatorie o un tasso d'interesse a lungo termine. La banca centrale adottando una strategia di questa tipologia può facilmente raggiungere un obiettivo intermedio, piuttosto che puntare direttamente ad un obiettivo finale: infatti con questa strategia d'azione riesce tempestivamente a valutare la correttezza delle politiche adottate piuttosto che attendere la verifica del risultato finale sulle politiche condotte in merito all'occupazione e al livello dei prezzi. Nella scelta degli obiettivi intermedi, la FED fa riferimento a tre criteri di scelta: la misurabilità, la controllabilità e l'effetto prevedibile dello strumento sull'obiettivo intermedio. Per quanto concerne il primo criterio, ossia quello riferito alla misurabilità, con questo si intende che l'obiettivo intermedio possa essere valutato in maniera quantitativa e pertanto misurabile. Questa è una importante caratteristica che dovrebbe possedere l'obiettivo al fine di individuare una politica non coerente con il raggiungimento dello stesso. In questo ambito si potrebbe pensare che i tassi d'interesse siano facilmente misurabili dato che le informazioni sui tassi d'interesse sono continuamente disponibili e possono essere monitorati facilmente. Tuttavia, ciò che alla banca centrale interessa non è il tasso d'interesse nominale, ma bensì il tasso d'interesse reale che a differenza del primo, fornisce una misurazione più accurata del costo reale di un prestito. Questo tasso viene calcolato come differenza fra il tasso d'interesse nominale e il tasso d'inflazione atteso. Tuttavia, questa misurazione nella realtà non è di facilmente stimabile per via della difficoltà di stimare correttamente il tasso d'inflazione atteso. Pertanto, sia gli aggregati monetari e sia il livello del tasso d'interesse reale sono parametri di difficile misurabilità, e non è scontato quale dei due debba essere preferito come obiettivo intermedio. Il secondo criterio richiede la controllabilità dell'obiettivo: con controllabilità s'intende che la banca centrale ha bisogno di esercitare un controllo diretto su una variabile in modo che questa sia utile ai fini del raggiungimento dell'obiettivo. Infine, la caratteristica principale che qualifica il fatto se una variabile possa essere utilizzabile come obiettivo intermedio o meno è legata al fatto che i suoi effetti sull'obiettivo finale devono essere prevedibili. Per quanto riguarda i criteri di scelta di un obiettivo operativo, questi sono i medesimi di quelli utilizzati per la scelta degli obiettivi intermedi. Tuttavia, la scelta su quale obiettivo operativo da utilizzare sia migliore si basa innanzitutto sulla scelta fatta sull'obiettivo intermedio. Infatti, se ad esempio la scelta dell'obiettivo intermedio è su un tasso d'interesse,

l'obiettivo operativo sarà relativo al tasso sui fondi federali, viceversa se l'obiettivo intermedio fosse fissato in termini di un aggregato monetario, l'obiettivo operativo sarebbero le riserve. Pertanto, la decisione su quale dovrà essere l'obiettivo operativo da prendere come punto di riferimento si basa sulla scelta dell'obiettivo intermedio.

## 2.6 GLI STRUMENTI DI POLITICA MONETARIA

La Federal Reserve Bank, attraverso le riserve obbligatorie, le operazioni di mercato aperto e i finanziamenti alle istituzioni creditizie, modifica l'ammontare delle riserve detenute dalle banche, che sono alla base del processo di moltiplicazione della moneta e del credito. Attraverso tali strumenti influenza anche il *Federal Funds Rate*, il livello della stabilità dei prezzi e il tasso di occupazione. Il FOMC fissa il tasso d'interesse sui fondi federali ad un livello coerente con gli obiettivi di politica monetaria che si vogliono raggiungere. Attraverso variazioni di questo tasso d'interesse ed anche attraverso variazioni nelle aspettative sul futuro livello dei Federal Funds Rate, si innescano dei meccanismi di trasmissione che coinvolgono gli altri tassi d'interesse a breve e a lungo termine, il tasso di cambio del dollaro e il prezzo delle azioni. A loro volta, questi cambiamenti si rifletteranno sul mercato reale influenzando le decisioni di spesa delle famiglie e delle imprese, avendo riflessi sulla crescita della domanda aggregata e dell'economia nel complesso. Pertanto, il principale strumento di politica monetaria della FED, è il controllo della domanda e della offerta delle riserve bancarie che le *Depository Institutions* detengono presso le Federal Reserve Bank.

La domanda di riserva bancaria è basata su tre componenti. La prima componente è relativa alla *"Required Reserved Balances"*, che sono le riserve che le istituzioni di credito devono detenere presso la FED per soddisfare gli obblighi di riserva. Dal 1990 gli obblighi di riserva erano solo applicati ai depositi a vista e rappresentava una frazione di tali depositi. Questa frazione, denominato coefficiente di riserva obbligatoria, viene stabilita dal Board of Governors entro i limiti fissati dal Federal Reserve Act. L'obbligo di riserva si espande o si contrae in funzione del livello dei depositi raccolti dall'istituto di credito e a seconda del coefficiente di riserva obbligatoria fissato dal consiglio. Un incremento delle riserve obbligatorie costituisce uno strumento di politica monetaria restrittiva, in quanto riduce la quantità di moneta e di credito disponibili nel sistema economico e viceversa. La seconda componente è denominata *"Contractual Clearing Balance"* e rappresenta un importo che una *Depository Institution* decide di detenere, in aggiunta alla riserva obbligatoria richiesta, presso la rispettiva Reserve Bank. A fronte di questo deposito la banca guadagna un interesse implicito.

L'ultima componente è denominata *"Excess Reserve Balances"* ed è detenuta dalle istituzioni per finalità di liquidità e per la diversificazione dei propri portafogli.

Anche dal lato dell'offerta il mercato delle riserve bancarie è costituito da tre componenti.

La prima componente è la *"Securities Portfolio"*: si tratta di riserve che vengono offerte attraverso operazioni di mercato aperto svolte prevalentemente attraverso lo strumento dei pronti contro termine. La FED compra e vende titoli sotto forma di *"repurchase agreements"* e *"reserve repurchase agreements"*.

La seconda componente è denominata *"Discount window lending"*: rappresenta una linea di credito che intercorre tra banche e autorità monetarie. L'accesso è stabilito dalle regole stabilite dal Board of Governors ed i prestiti sono erogati a tassi d'interessi fissati dalle Reserve Banks ed approvati dal board. Le banche decidono di prendere in prestito in funzione del tasso stabilito sul prestito e sulla base delle loro esigenze di liquidità, e inoltre utilizzano questo tipo di credito solamente quando le condizioni del mercato sono tali da avvicinare il Federal Funds al discount rate. Una modifica di quest'ultimo tasso, influenza la convenienza delle istituzioni bancarie ad accedere al Discount window per ottenere le riserve di cui hanno bisogno, e di conseguenza, attraverso modifiche di questo tasso, la FED può influire sulla quantità di moneta in circolazione.

In riferimento a quest'ultimo punto, le banche che hanno bisogno di riserve possono ricorrere a prestiti forniti dalle Federal Reserve Bank ottenendo i cosiddetti *"borrowed reserves"*: si tratta di riserve prese in prestito dalle istituzioni bancarie utilizzabili una sola volta dopo aver utilizzato tutte le altre fonti. Le banche possono decidere di accedere al Discount Window nel caso in cui sperimentino impreviste diminuzioni delle passività, ma di norma tendono ad accedervi il meno possibile. È inoltre possibile ricorrere a questo strumento in situazioni di emergenza quando ad esempio si verifici una crisi che inneschi o possa innescare una corsa agli sportelli.

In definitiva, le operazioni di mercato aperto rappresentano uno strumento di elevata flessibilità che la FED ha a disposizione per influenzare l'ammontare di riserva nel sistema bancario e che le permette di immettere o assorbire liquidità del settore bancario agendo indirettamente anche sui tassi interbancari. Attraverso l'acquisto di titoli, la FED dà luogo ad un incremento delle riserve e dei depositi provocando un aumento della base monetaria, mentre viceversa attraverso una vendita di titoli si produca una restrizione della base monetaria.



# Capitolo 2

## Effetti economici del COVID-19, approfondimento sul caso italiano

Dai primi mesi dell'anno 2020, il mondo intero si trova ad affrontare la crisi sanitaria più grave della storia moderna. La pandemia del Coronavirus ha avuto origine in Cina (Wuhan), e nel giro di pochi mesi si è rapidamente diffusa, seppure in maniera asincrona, in tutti i restanti paesi del mondo con diversi livelli di intensità. Il nuovo virus si è subito distinto a causa della sua forte contagiosità e la mortalità nei soggetti considerati più a rischio. Ciò ha generato un'improvvisa e consistente pressione sui sistemi sanitari a causa della crescente domanda di cure e di ricoveri nei casi più gravi. Sin dalle prime settimane della sua diffusione, quando ancora erano inesistenti i vaccini ed alcune specifiche cure, i paesi più colpiti hanno cercato di arginare i contagi e abbassare la curva epidemiologica attraverso l'introduzione di severe misure di distanziamento sociale, vincoli alla mobilità individuale, chiusura di scuole ed università, fermo delle attività economiche non essenziali (settore della ristorazione, palestre...) e una completa riorganizzazione dell'attività produttive considerate essenziali con l'obiettivo di salvaguardare la salute dei lavoratori. Tutto ciò ha avuto effetti devastanti sull'attività economica mondiale causando una tempesta perfetta che si è tradotta in uno shock esogeno che ha interessato contemporaneamente sia il lato della domanda che il lato dell'offerta. Inoltre, la pandemia ha inciso su un quadro economico globale che era già caratterizzato da un rallentamento della crescita mondiale provocato da un clima di profonda incertezza dovuta all'inasprirsi di alcuni eventi geopolitici e congiunturali, quali ad esempio il processo di uscita del Regno Unito dall'UE e l'inasprimento delle politiche protezionistiche americane. L'Italia, come del resto tutte le altre nazioni colpite violentemente dallo shock pandemico, si è dimostrata vulnerabile ed impreparata sia sul piano sanitario sia sul piano economico. Inoltre, per quanto riguarda il nostro Paese, la crisi si inserisce in un quadro negativo determinato da radicate difficoltà strutturali che da oltre due decenni rallentano la crescita economica italiana e che potrebbero ostacolare la ripresa.

### 1. IL PASSAGGIO DALLA LA CRISI SANITARIA ALLA CRISI ECONOMICA

Lo shock economico provocato dalla pandemia nasce inizialmente dal lato dell'offerta, e questo come conseguenza diretta dell'interruzione delle attività produttive non essenziali e dai lockdown

imposti dai governi per limitare la circolazione delle persone e quindi il diffondersi del virus. Lo shock dal lato dell'offerta è amplificato dal fatto che l'arresto della produzione nel settore o in un'area geografica si diffonde rapidamente ad altri settori o aree collegate per via della globalizzazione che caratterizza oggi sia i mercati reali che i mercati finanziari. Alla contrazione dell'offerta si aggiunge uno shock dal lato della domanda, che colpisce direttamente la domanda interna, investimenti delle imprese e le esportazioni nette, che riflettono la domanda domestica dei partner commerciali. Richard Baldwin in un suo saggio pubblicato nel 2020<sup>1</sup> ricorre al diagramma del flusso circolare del reddito per illustrare gli effetti diretti ed indiretti che la contrazione della domanda ha causato sul settore economico. In primo luogo, le limitazioni imposte dal lockdown alla mobilità individuale hanno provocato una forte riduzione dei consumi, effetto amplificato successivamente dall'effetto reddito ed effetto ricchezza. L'effetto reddito è dovuto dalle riduzioni del reddito dei nuclei familiari che, a causa dell'interruzione delle attività, percepiscono stipendi ridotti o addirittura perdono lavoro. Questo effetto potrebbe inoltre diventare permanente nella ipotesi in cui diverse imprese siano costrette a dichiarare fallimento, con la conseguenza che la contrazione del reddito e il calo dei consumi risulterebbero permanenti. Nel dettaglio, la riduzione del reddito disponibile ha interessato in misura più barcata le famiglie a basso reddito, dato che queste famiglie hanno una porzione di occupati più consistente nei settori che sono stati interessati nelle chiusure oppure impiegati in attività non sostituibili con lo "smart-working". Ciò ha determinato un forte incremento dell'indice di povertà assoluta che nel 2020 ha raggiunto un valore più elevato dal 2005. Per quanto riguarda l'effetto ricchezza, questo potrebbe essere viceversa transitorio, e legato alla svalutazione delle attività finanziarie per via dell'andamento sfavorevole dei mercati. La contrazione della spesa delle famiglie ha provocato di conseguenza una riduzione sia delle entrate per le imprese e dello stato, sotto forma di tassazione. La contrazione dei consumi si è inoltre riflessa in una minore spesa in beni esteri provocando una contrazione delle esportazioni nette, attraverso le quali gli shock di un paese trasmettono anche ai partner commerciali attraverso l'interruzione delle catene di approvvigionamento domestiche internazionali. Il risultato è una diminuzione del livello della produzione, amplificata ulteriormente dall'incertezza che di fatto induce gli individui e le imprese a rimandare o annullare spese non necessarie e progetti di investimento. La flessione della domanda ha amplificato lo shock iniziale dal lato dell'offerta anche se questo shock si è manifestato in maniera simmetrica tra vari settori. Infatti, diversi comparti come ad esempio quello farmaceutico e delle comunicazioni, hanno registrato incrementi esponenziali, mentre altri comparti quali quelli relativi

---

<sup>1</sup> Baldwin, R., Di Mauro, W.B. (2020). Economics in the Time of COVID-19. CEPR Press, VoxEU.org eBook

al settore della ristorazione, dell'ospitalità e dell'intrattenimento, hanno registrato delle perdite ingentissime. Un ulteriore canale di trasmissione e amplificazioni degli shock è relativo al sistema finanziario: infatti, l'andamento negativo dei mercati dovuti al crollo degli indici di borsa, non incide solo sulla ricchezza delle famiglie, ma potrebbe agire da disincentivo da parte dei datori di fondi all'assunzione dei rischi, limitando così la capacità per gli operatori finanziari, tra i quali le imprese e lo Stato, di raccogliere fondi. Infine, le manovre espansive varate a sostegno del sistema sanitario e della spesa pubblica, hanno determinato un forte aumento del disavanzo di bilancio e del debito pubblico rispetto al PIL, il tutto accentuato da una riduzione degli introiti fiscali. Con riferimento alla natura dello shock, Baldwin e Di Mauro 2020, sostengono che la crisi Covid-19 ha innescato tre tipi di shock. Il primo shock è riferibile ad uno shock di tipo medico, legato al fatto che i lavoratori che hanno contratto il virus hanno interrotto temporaneamente la loro attività portando ad un calo temporaneo della occupazione e non contribuendo così alla creazione del PIL. Il secondo shock è legato all'impatto economico provocato dalle politiche di contenimento, che riducono direttamente la produttività. Infine, un terzo shock può essere definito come uno shock da aspettativa, dato che gli operatori adottano un comportamento guardingo, nel senso che le famiglie posticipano le spese non essenziali e aumentando così il risparmio precauzionale, mentre le imprese rimandano o annullano i propri progetti d'investimento. L'aspetto particolare della crisi indotta dal Covid-19 rispetto all'ultima crisi finanziaria che si è verificata nel 2007/ 2008, è che la crisi provocata dalla pandemia ha avuto un forte impatto contemporaneamente sia sulla salute che sull'economia, generando un trade-off tra questi due indici. Infatti, l'interazione tra questi due componenti ha comportato che per salvaguardare la salute degli individui sono state necessarie delle azioni che hanno comportato un deterioramento delle condizioni economiche. Infatti, sin dai primi mesi della diffusione del virus, le autorità dei paesi coinvolti, si sono trovate di fronte a difficili scelte tra fermare le attività economica per limitare i contagi oppure lasciare che l'epidemia si diffondesse, a scapito della salute dei cittadini, salvaguardando l'attività economica. Su questo aspetto esistono diverse visioni dando luogo a numerosi dibattiti accademici. Ad esempio, *l'Economist* ha dipinto questa scelta come un inevitabile "triste calcolo" alludendo al caso degli Stati Uniti dove si era scelta la via di non adottare restrizioni lasciando che il virus facesse il suo corso in modo da provocare danni economici meno ingenti rispetto al caso in cui fossero stati posti dei blocchi all'attività economica. Viceversa, altri autori sostengono che tale trade-off sia inesistente, affermando che i governi debbano dare priorità assoluta alla crisi sanitaria piuttosto che salvaguardare l'economia in quanto salvare vite umane significa perseverarne anche il loro contributo alla creazione del PIL.

## 2. GLI EFFETTI DEL COVID-19 SULL'ECONOMIA ITALIANA

Nel mese di marzo 2020 il governo italiano, allora presieduto dal premier Giuseppe Conte, per arginare la pandemia, ha introdotto una serie di misure fortemente restrittive, come chiusure di scuole ed università, divieto di eventi pubblici, limitazioni alla mobilità del cittadino che sono successivamente culminate in un lockdown di nove settimane in cui sono state sospese tutte le attività economiche non ritenute essenziali.

L'impatto economico e sociale di queste misure è apparso sin da subito devastante, e nel primo trimestre del 2020 il PIL ha registrato la sua più grande decadenza di tutti i tempi, registrando una caduta del 5,3% rispetto al trimestre precedente. Per una serie di motivi le conseguenze economiche della pandemia in Italia sono state più rilevanti rispetto alle altre economie avanzate dell'area euro. L'Italia, infatti, presentava molteplici altri problemi già prima del verificarsi della pandemia, primo fra tutti l'elevata posizione debitoria sia assoluta sia in termini di PIL rispetto alla media delle altre economie avanzate. Inoltre, l'economia italiana si trovava in un equilibrio economico di tipo statico dovuto alle consolidate fragilità strutturali che da oltre vent'anni hanno frenato lo sviluppo della produttività. Un altro aspetto rilevante, circa il forte impatto della crisi pandemica sulla struttura dell'economia italiana, è legato al fatto che l'attività economica italiana si caratterizza dal grande apporto al PIL totale del settore terziario e del settore manifatturiero, che sono i settori che di più hanno risentito degli effetti negativi dovuti alle chiusure. Infine, un elemento che ha contribuito all'amplificare lo shock è legato alla forte dipendenza dell'economia italiana dalle esportazioni, che rappresentano una fonte importante della composizione del PIL e sono state fortemente penalizzate dalla contrazione del commercio internazionale.

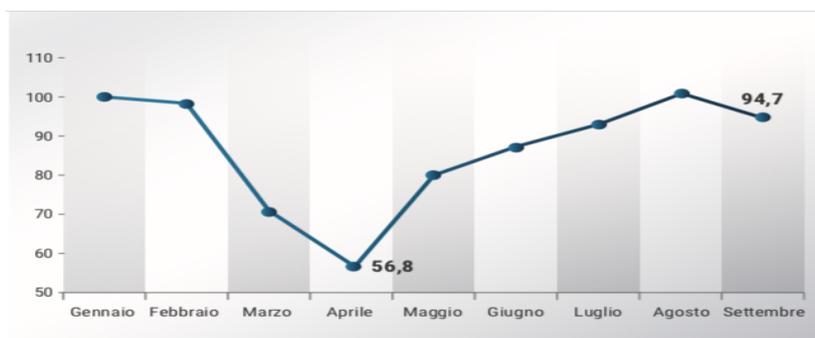
## 3. GLI EFFETTI SUL SISTEMA PRODUTTIVO

Le misure adottate per contenere la pandemia hanno provocato una recessione di magnitudo eccezionale, coinvolgendo tutti i settori produttivi seppur con modalità ed intensità differenti.

Considerando i dati prodotti dall'ISTAT relativi al primo trimestre del 2020, la sospensione delle attività produttive ritenute non essenziali ha coinvolto nel mese di marzo 2020 il 34% della produzione con un impatto del 27% del valore aggiunto totale. I settori più colpiti sono stati il settore terziario e quello manifatturiero. Per quanto riguarda il primo, già prima della crisi aveva affrontato un ciclo economico debole che durava da oltre due anni. Ciò era dovuto alla graduale erosione della domanda interna e mondiale, che ha limitato la possibilità per i produttori nazionali di competere

sia nei confini domestici che all'estero. Inoltre, l'inasprimento della concorrenza dovuti alla globalizzazione aveva ridotto il peso delle esportazioni nette sul PIL che rappresenta la principale fonte di crescita per la stragrande maggioranza delle imprese italiane. Pertanto, alla fine del 2019, la domanda interna di beni industriali, che risentiva ancora degli effetti della grande crisi finanziaria del 2008 e dalle crisi del debito sovrano si collocava al di sotto del 16% rispetto ai livelli di pre-crisi del 2007, registrando uno dei risultati peggiori dell'intera area euro. Tuttavia, anche all'interno della comunità europea, tutte le maggiori economie hanno registrato una forte riduzione dei tassi di crescita della produzione industriale, e anzi l'economia italiana è quella che ha mostrato maggior segni di ripresa.

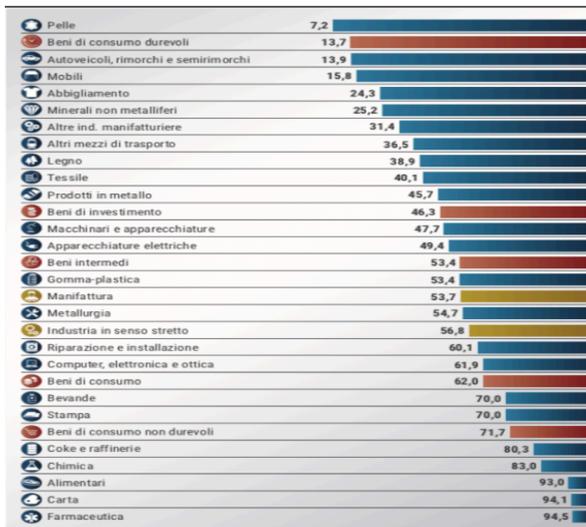
In questo contesto, lo shock pandemico sovrappone i suoi effetti a quelli già in atto nel sistema economico, determinando dal lato dell'offerta la chiusura di impianti e stabilimenti industriali con l'interruzione delle catene di fornitura, indebolendo la domanda sia interna che estera portando molte aziende fuori dal mercato e in crisi di liquidità. Il risultato di questa tempesta perfetta, si è tradotto in un collasso produttivo senza precedenti di un ammontare di oltre quaranta punti percentuali, verificatosi nei mesi di marzo 2020, periodo in cui in Italia vigeva il lockdown. Tuttavia, data la natura esogena dello shock, si è verificato un rapido recupero della produzione nei mesi estivi, mesi in cui sono state allentate le produzioni.



Fonte: Centro Studi Confindustria 2020

La produzione industriale italiana ha sperimentato la classica dinamica a "V": al crollo registrato a partire dal mese di febbraio è seguito un rapido periodo di recupero. Analizzando la dinamica in termini di fatturato, la contrazione nel sistema industriale nel 2020 è risultata pari all'11.1%, valore influenzato soprattutto dal secondo trimestre, periodo in cui l'introduzione alle restrizioni alle attività economiche ha provocato una flessione di quasi il 30% rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente. La flessione della componente della domanda estera ha tuttavia interessato in misura

più accentuata i beni di investimento e i beni intermedi, la cui produzione nel mese di aprile risultava quasi dimezzata.



Fonte: Centro Studi Confindustria, Rapporto Scenari Industriali (2020)

Viceversa, i settori meno colpiti, quelli da cui l'attività è stata consentita durante la fase di chiusura, sono stati il settore farmaceutico e l'alimentare, dove la contrazione della produzione si è collocata al di sotto di sette punti percentuali. D'altro canto, in merito a beni di consumo durevoli la cui domanda è molto flessibile in periodi di crisi, si è registrata una contrazione pari all'86% rispetto al mese di gennaio 2020 la quale risulta particolarmente più evidente per i settori automobilistici e per la filiera tessile/abbigliamento. Pertanto, l'eterogeneità con cui lo shock ha colpito i settori si manifesta anche all'interno del settore manifatturiero stesso. Sempre riguardo al comparto manifatturiero, i settori che nello stesso periodo dell'anno precedente hanno manifestato una maggiore capacità di adattamento al cambiamento geo economico portato dalla globalizzazione, hanno meno risentito dello shock pandemico in termini di posizione competitiva, mentre i comparti che hanno peggiorato la propria competitività sono stati il settore tradizionale del Made in Italy.

#### 4. IL SETTORE TERZIARIO

Le imprese del settore terziario sono quelle che hanno più sofferto della crisi scaturita dalla pandemia e hanno registrato nel corso del 2020 la più ampia flessione del fatturato mai osservato. Infatti, le limitazioni alla mobilità e le misure restrittive hanno costretto l'industria dei viaggi e del turismo a bloccarsi completamente. In particolare, nel nostro paese il divieto ai flussi turistici è stato

imposto immediatamente con la chiusura delle frontiere sia in entrata che in uscita e ciò ha manifestato i suoi primi effetti negativi sul settore già nel mese di febbraio 2020 per poi sfociare nel mese di marzo in un totale azzeramento dell'attività. Il settore del turismo veniva, dal 2010, da una fase di crescita costante rappresentando per l'Italia un pilastro economico di fondamentale importanza in termini di contribuzione alla creazione del PIL. Il settore del turismo ha subito, come del resto gli altri settori, un doppio shock. Infatti, dal lato dell'offerta, le imprese operanti nel settore hanno registrato un incremento dei costi associati alla attuazione dei protocolli sanitari e di distanziamento sociale, portando fra le altre cose ad una riduzione della capacità complessiva di accoglienza delle strutture. Invece, per quanto riguarda dal lato della domanda, le misure varate per limitare la libera circolazione delle persone, ha ridotto fortemente il turismo sia estero che interno, e ad amplificare lo shock della domanda ha inciso fortemente anche la contrazione del reddito disponibile delle famiglie. Sempre in relazione al settore terziario, la crisi provocata dalla pandemia ha coinvolto tutti i rami del turismo con effetti fortemente negativi sull'attività alberghiere.

Ciò si è riflesso in maniera significativa sul mercato del lavoro coinvolgendo circa 300.000 addetti e 52.000 imprese con un fatturato totale pari a circa ventisei miliardi di euro. La crisi si è abbattuta anche sul settore dei trasporti ed in particolare sulle compagnie aeree e di navigazione, le quali oltre alla perdita causata dal crollo della domanda dei loro servizi, hanno dovuto affrontare ingenti spese per mettere in sicurezza i propri lavoratori e la clientela. Un altro comparto fortemente penalizzato da uno shock provocato dalla pandemia ovviamente riguarda anche il comparto delle agenzie di viaggio e dei tour operator, la maggioranza dei quali sono stati costretti a chiudere la loro attività. Sempre in merito al settore terziario, i provvedimenti introdotti dal governo a decorrere nel mese del marzo 2020 hanno fermato le attività non ritenute essenziali provocando la chiusura di migliaia di esercizi commerciali. Ciò ha determinato un forte impatto sulle vendite al dettaglio che hanno raggiunto nell'arco del 2020 una flessione pari a 5.4%, seppur con effetti eterogenei per settore merceologico e per forma distributiva. A determinare l'ingente calo, con picco registrato nel trimestre da marzo a maggio 2020, sono state le vendite di beni al dettaglio non alimentari che hanno raggiunto anche delle flessioni pari al 24% (mentre le vendite di beni alimentari hanno di contro registrato delle variazioni con segno positivo). L'andamento è stato anche determinato da un cambiamento nella domanda dei consumatori che nei mesi relativi al lockdown è stata prevalentemente orientata sull'acquisto di beni di prima necessità. Nel complesso l'andamento delle vendite al dettaglio ha subito una classica dinamica a "V" che si osserva nei periodi di crisi, con un forte crollo registratosi nel trimestre marzo-maggio a cui è seguita una rapida ripresa dovuta ad

un progressivo allentamento delle restrizioni. Anche il commercio all'ingrosso ha risentito di una significativa contrazione specialmente nel comparto del commercio della riparazione degli autoveicoli. Gli unici comparti del settore terziario che hanno registrato una espansione dell'attività sono quelli che hanno riguardato le attività di logistica, di spedizione e i servizi postali. Anche in questo caso l'andamento in controtendenza è parzialmente imputabile al cambiamento delle abitudini d'acquisto, provocate dalle misure di distanziamento sociale, il quale ha determinato inoltre una forte espansione del settore dell'e-commerce.

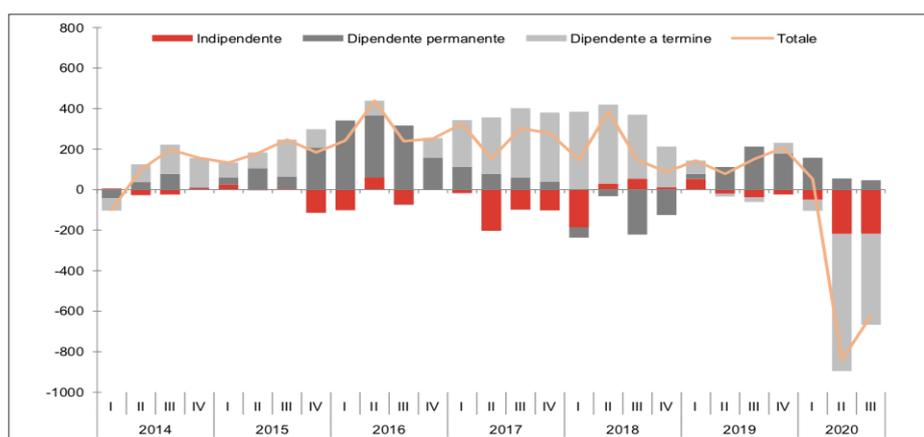
## 5. IL MERCATO DEL LAVORO

Le misure di contenimento senza precedenti introdotte dal governo per fronteggiare l'emergenza sanitaria hanno obbligato migliaia di aziende e imprese a modificare radicalmente ed in breve tempo la propria struttura organizzativa del lavoro. Ciò ha portato ad un crollo dell'occupazione di 470.000 unità (con meno due punti percentuali) e ciò ha riportato i livelli occupazionali al livello del 2016 cancellando quindi quattro anni di crescita. Infatti, fino al 2019 il mercato del lavoro attraversava un ciclo economico favorevole rappresentato da una progressiva ripresa della occupazione che, come detto nel primo trimestre 2020, ha subito una forte inversione di tendenza. Analizzando le dinamiche relative al mercato del lavoro nei singoli trimestri del 2020, si nota che la caduta dell'occupazione si verifica in concomitanza del mese di aprile, coincidente con l'imposizione del primo lockdown, dove la caduta dell'occupazione ha raggiunto il picco di 841.000 unità. Il trimestre seguente, è risultato sempre caratterizzato da una intensa riduzione dell'occupazione, ma con segnali di riattivazione da parte dei lavoratori non occupati mediante la ricerca della ripresa di lavoro, come riflesso dell'allentamento delle restrizioni e di una parziale ripresa dell'economia nei mesi estivi.



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro

Lo shock pandemico ha innescato una crisi sul mercato del lavoro con una particolare peculiarità: infatti, il forte calo dell'occupazione è accompagnato da una riduzione della disoccupazione dovuta principalmente al forte aumento della popolazione inattiva. Per questo motivo, a differenza delle precedenti recessioni, il tasso di disoccupazione non rappresenta un indicatore affidabile per comprendere le dinamiche del mercato del lavoro innescate dallo shock pandemico. Secondo le rilevazioni statistiche dell'ISTAT, affinché una persona possa essere considerata disoccupata è necessario che questo sia disponibile a lavorare e abbia cercato attivamente lavoro nella settimana di riferimento in cui viene svolta l'indagine. Pertanto, va considerato che il timore del contagio affiancato alle restrizioni della mobilità individuale hanno provocato molti ostacoli alla ricerca fisica di un lavoro e ciò si è tradotto in una semplice migrazione statistica dalla categoria dei disoccupati alla categoria dei lavoratori inattivi. Nel dettaglio analizzando le differenti categorie occupazionali, risulta che la pandemia ha evidenziato e amplificato i fattori di disuguaglianza che già preesistevano sul mercato del lavoro, con la conseguenza che i gruppi di lavoratori più deboli e meno protetti dai sistemi di produzione sociale hanno pagato più degli altri in termini di lavoro e di reddito. Certamente sono stati più colpiti i lavoratori autonomi, soprattutto quelli sottoposti a chiusura e anche i dipendenti a termine hanno sperimentato una drastica riduzione dell'occupazione con un calo di 667.000 unità nel secondo trimestre del 2020 e di un calo di 449.000 unità nel terzo trimestre.



Fonte: Istat, Rilevazione sulle forze di lavoro

Anche considerando gli effetti dell'occupazione per settore di attività economica, si riscontrano risultati disomogenei che riflettono l'andamento dei settori più colpiti delle restrizioni.

La peggiore dinamica ha riguardato soprattutto i lavoratori di genere femminile, e ciò ha contribuito ad ampliare ancora di più la diversità tra un sesso e l'altro. Inoltre, per quanto riguarda i settori,

l'occupazione è calata drasticamente nel comparto dei servizi domestici, degli alberghi e della ristorazione, del commercio e dei servizi alle persone. Viceversa, settori quali l'istruzione, la tecnologia e l'informazione, sono riusciti a mantenere l'occupazione a livelli precrisi. Di fronte a questo quadro negativo e preoccupante il governo italiano ha emanato misure straordinarie per contenere sia l'occupazione che il reddito nei settori più colpiti. Inoltre, è stata modificata la regolazione dei rapporti di lavoro fornendo incentivi per sostenere la ripresa, con una spesa complessiva di 27 miliardi di euro. È stata semplificata la procedura per il lavoro agile, ossia lo "smart working", al posto della tradizionale presenza sul posto di lavoro. Inoltre, è stata notevolmente estesa la copertura e la durata della cassa integrazione, garantendo un sostegno economico ai dipendenti di imprese in difficoltà. Infine, con l'obiettivo di tutelare la stabilità dei rapporti di lavoro, è stato istituito il divieto di effettuare licenziamenti per motivi economici, ferma restando la possibilità del licenziamento per giusta causa.

## 6. LO SCENARIO MACROECONOMICO MONDIALE

La crisi sanitaria scoppiata all'inizio del 2020 ha determinato uno shock che ha duramente colpito il commercio internazionale e la produzione industriale globale mettendo a dura prova la capacità di funzionamento delle catene globali del valore, e questo nonostante gli interventi di natura espansiva sia fiscale che monetari intrapresi da governi e banche centrali di tutto il mondo. A peggiorare il quadro è la circostanza che lo shock pandemico sia inserito in un contesto geopolitico ed economico caratterizzato da forti tensioni commerciali e politiche senza precedenti, iniziate a seguito della grande crisi del 2008/2009, proseguite con la guerra commerciale innescata tra gli Stati Uniti e la Cina culminata nel 2018 con l'introduzione di dazi commerciali da parte degli Stati Uniti, introdotti dal Presidente Donald Trump, anche nei confronti dei suoi storici partner commerciali prima fra tutti l'Europa. Tutti questi fattori hanno incrinato la fiducia nel commercio internazionale e globale come fonte di crescita. Secondo le stime della World Trade Organization (WTO) il commercio internazionale ha subito una contrazione pari al 5,3% nei primi mesi di marzo e aprile 2020 per poi seguire un recupero molto veloce nei mesi estivi e alla fine dell'anno posizionandosi ai livelli precrisi. Tuttavia, sebbene rilevante, la flessione degli scambi e del commercio dovuti al Covid-19 sono stati decisamente più contenuti rispetto a quelli registrati a seguito della grande recessione in cui il livello del commercio scese del 12,8% e il recupero realizzatosi negli anni precedenti avvenne con lentezza.

Però a differenza di quanto si è verificato nelle precedenti recessioni la pandemia ha generato in questo caso un vero e proprio “effetto domino”. Infatti, le aree coinvolte nella crisi sanitaria ed economica coinvolgono più della metà dell’intero commercio mondiale e pertanto ciò ha provocato ripercussioni globali in tutti i paesi. Nei primi mesi del 2020 il primo paese a subire un forte rallentamento dell’attività economica dovuto alle misure restrittive imposte dal governo è stata la Cina: essendo la Cina il primo paese esportatore mondiale e il secondo importatore mondiale, l’impatto del rallentamento della sua economia ha provocato pesanti ripercussioni globali rallentando i flussi commerciali dei paesi di tutto il mondo. Dal lato della domanda, una contrazione del reddito nazionale influenza il lato della domanda traducendosi in una riduzione delle esportazioni, che a sua volta implica minori esportazioni nette e una minore domanda aggregata per i partner commerciali. Invece, per quanto riguarda il lato della offerta, l’interruzione della produzione di beni e servizi riduce l’offerta di esportazioni.

## 7. IL COMMERCIO ESTERO DELL’ITALIA

Per quanto riguarda il nostro paese, gli effetti economici provocati dalla pandemia hanno pesato profondamente sulla dinamica dei flussi commerciali dell’Italia con il resto del mondo. Nel 2020 si è osservata una contrazione delle esportazioni del 9.7% rispetto all’anno precedente. Questa caduta è quasi completamente da imputare al blocco del mese di aprile che ha provocato una contrazione degli scambi commerciali con l’estero mai registrata prima. Tuttavia, anche l’andamento del commercio ha seguito la classica dinamica a “V”: dopo la profonda caduta del 28.5% osservata nel primo trimestre del 2020, è seguita una rapida ripresa nei mesi estivi portando il livello degli scambi commerciali ai livelli precrisi, con un recupero delle esportazioni superiore a quello delle importazioni.



Fonte: ISTAT, rapporto sulla competitività dei settori

Per quanto riguarda la flessione delle esportazioni, analizzando nel dettaglio i vari settori si osserva che la flessione è stata eterogenea: infatti, le esportazioni della manifattura, dell'abbigliamento, dei macchinari e dei mezzi di trasporto hanno registrato una forte contrazione, mentre viceversa, i comparti meno coinvolti dalle misure di contenimento hanno sperimentato una dinamica favorevole e tra questi in particolare, il settore farmaceutico, il settore chimico e le GDO (grande distribuzione organizzata). Per quanto riguarda la dinamica delle importazioni, si osserva una ripresa più lenta che riflette la difficoltà di recupero della domanda interna con una flessione degli acquisti da parte di tutti i principali mercati di origine, flessione che ha riguardato prevalentemente il comparto dei beni strumentali.

# Capitolo 3

## Le risposte della BCE e della FED allo shock pandemico

La crisi che si è verificata a seguito dello shock pandemico provocato dal Covid-19 ha turbato profondamente il quadro economico globale, costituendo la prima crisi globale dopo quella finanziaria che si verificò nel biennio tra il 2007 e il 2008.

L'intero sistema economico, bancario finanziario e reale, ha dovuto affrontare uno "stress test" tanto profondo quanto non prevedibile, e ciò ha messo in ginocchio sia i governi e sia le autorità nazionale e sovranazionali di tutto il mondo intero, senza esclusione di nessuna economia.

Come spesso accade nel contesto di crisi globali di tali dimensioni, le prime risposte sono arrivate dalla politica monetaria attraverso l'immediato e tempestivo intervento delle banche centrali. Queste, ricorrendo sia a politiche convenzionali e utilizzando politiche non convenzionali hanno tentato di arginare i gravi effetti provocati dalla crisi sui vari sistemi economici tentando in questo modo di ristabilizzare i mercati. È stato fatto un ampio ricorso a strumenti di politica monetaria non convenzionali, con l'obiettivo di rendere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria più flessibile e nello stesso tempo adattabile al grave stato di dissesto economico e finanziario provocato dalla crisi. In particolare, le banche centrali di tutto il mondo hanno reagito alla crisi mettendo in atto un insieme di misure e presentando programmi di supporto di gran lunga maggiori rispetto a quanto le banche centrali misero in atto nel 2008 con lo scopo di fronteggiare la crisi innescata dai mutui subprime.

In questo capitolo verranno elencati ed analizzati i principali programmi e strumenti introdotti dalla Banca Centrale europea e dalla Federal Reserve sottolineando le principali caratteristiche, gli obiettivi e le eventuali divergenze, in relazione all'impatto della crisi pandemica sulle rispettive economie.

### 1. GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

A differenza di quanto accadde a seguito della grande crisi finanziaria originata dai mutui subprime nel 2008, la pandemia provocata dal Covid-19 ha rappresentato un fenomeno di portata globale, che ha coinvolto in maniera indistinta tutte le economie del mondo. L'impatto è stato altresì amplificato dalla globalizzazione che nel corso degli ultimi anni si è accentuata sempre più.

In questo quadro catastrofico, la BCE è intervenuta tempestivamente a sostegno di imprese ed operatori economici. La BCE ha concordato e realizzato interventi congiunti con il consiglio direttivo europeo

e con i singoli stati appartenenti all'unione monetaria europea. In particolare, le misure presentate dal consiglio europeo con l'obiettivo di fronteggiare tale crisi, vanno a posizionarsi in un quadro economico delineato da una politica monetaria espansiva e da livelli eccezionalmente bassi dei tassi d'interesse ufficiali di riferimento. Al fine di mettere al riparo l'economia dell'intera area euro, il consiglio direttivo della BCE ha proclamato una serie di misure eccezionali di politica monetaria e delle misure rafforzative sulla vigilanza bancaria, oltre ad ampliare gli strumenti introdotti in precedenza rendendoli ancora di più flessibili e vantaggiosi. Nella pratica, le misure adottate nel biennio 2020/2021 dalla Banca Centrale europea hanno fornito un contributo eccezionale a difesa dei mercati finanziari, travolti da una situazione di estrema incertezza, e allo stesso tempo sono riuscite a contenere i danni collaterali che si sono verificati sui settori dell'economia reale dei singoli paesi.

Le principali misure di sostegno adottate dalla BCE per fronteggiare la crisi vengono elencate nei sotto paragrafi successivi, evidenziandone per ognuna il funzionamento e gli obiettivi per cui sono state designate.

## 2.1 EXPANDED ASSET PURCHASE PROGRAMME

La Banca Centrale europea si serve continuamente di strumenti convenzionali di politica monetaria, tra i quali assumono un'importanza di rilievo le operazioni di mercato aperto. Tuttavia, per fornire una risposta rapida ed efficace innescata dalla crisi del Coronavirus la BCE ha ampliato il suo raggio d'azione ricorrendo a strumenti straordinari. Per prima cosa la BCE ha provveduto ad allargare il programma d'acquisto di attività finanziarie, tra cui i titoli di Stato, titoli emessi da istituzioni sovranazionali europee, obbligazioni societarie ed ulteriori strumenti finanziari. Tale programma è stato varato, quindi era esistente, nel 2014 ed è denominato *"Expanded Asset Purchase programme"*, altrimenti detto *"quantitative easing"*. Con l'allargarsi della crisi economica, il programma è stato ripresentato in misura flessibile e vantaggiosa. Infatti, inizialmente erano previste immissioni per un ammontare mensile complessivo pari a venti miliardi di euro. A questo ammontare la Banca Centrale ha aggiunto centoventi miliardi e questo fino alla fine del 2020. Nell'ambito di tale programma, l'euro sistema effettua quattro programmi inerenti all'acquisto di titoli pubblici e attività finanziarie private.

Nel dettaglio questi programmi sono:

- 1) *Asset Backed Securities programme (ABSPP)* dal 21/11/2014: questo programma è finalizzato all'acquisto di titoli cartolarizzati, ossia di titoli che sono stati emessi da specifiche società veicolo (SPV), emessi a seguito della cartolarizzazione dei prestiti bancari;
- 2) *Corporate Sector Purchase programme (CSPP)* dal 8/06/2016: questo programma è stato precedentemente utilizzato per i titoli obbligazionari. È stato esteso, a partire dal 2020 per le obbligazioni emesse da società non finanziarie dei paesi dell'euro sistema;
- 3) *Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)* dal 20/10/2014: questo programma è relativo all'acquisto di obbligazioni bancarie garantite ed è svolto con l'obiettivo di favorire il credito nell'economia reale stimolando la crescita attraverso un aumento della dimensione del bilancio dell'euro sistema;
- 4) *Public Sector Purchase Programme (PSPP)* 9/03/2015: questo strumento è utilizzato per l'acquisto di titoli pubblici emessi in prevalenza dai governi e dalle istituzioni internazionali dell'area euro.

L'APP costituisce, tra le misure straordinarie della BCE un elemento essenziale per contrastare i rischi provocati dalla bassa inflazione. Nella pratica i programmi d'acquisto di titoli effettuati nell'euro sistema hanno conseguenze dirette sui rendimenti dei titoli stessi, e ciò vale sia per i titoli pubblici che per i titoli privati. I programmi condizionano infatti il mercato dei rendimenti, determinando un miglioramento delle condizioni di offerta e simultaneamente stimolando gli investitori internazionali ad utilizzare la liquidità aggiuntiva convogliandola verso altre attività finanziarie che non sono direttamente coinvolte dall'intervento della Banca Centrale europea. Attraverso questo meccanismo viene garantita una efficiente trasmissione della politica monetaria indirizzandola verso una vasta gamma di strumenti finanziari appartenenti al settore privato.

## 2.2 PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME

Il 18 marzo 2020, viste le eccezionali circostanze economiche e finanziarie in cui si trovavano sia l'Europa che il resto del mondo, il Consiglio direttivo della Banca Centrale europea, nel corso di una riunione straordinaria decise di iniziare un nuovo programma temporaneo d'acquisto di attività finanziarie, denominato "*Pandemic Emergency Purchase Programme*" (PEPP).

Questo nuovo programma d'acquisto d'emergenza pandemica rientra nella classe delle politiche monetarie non convenzionali ed è stato implementato con l'obiettivo di contrastare i crescenti rischi

per il meccanismo di trasmissione della politica monetaria europea e le gravi prospettive economiche e finanziarie dei paesi inerenti all'Unione. Il programma include tutte le categorie di attività ammesse nei programmi d'acquisto della Banca centrale europea, ma questi nuovi acquisti verranno distinti da quelli effettuati nel programma APP: infatti questi andranno ad aggiungersi ai precedenti acquisti in corso.

Il PEPP, dovendo rispondere ad una crisi economica della quale si hanno poche certezze e che rimane in costante evoluzione, è caratterizzato da un elevato grado di flessibilità di pianificazione rispetto al programma APP, rispetto al quale non condivide gli stessi obiettivi. Infatti, nel suo piano non è prevista una data di chiusura rispetto agli acquisti netti e con questo nuovo programma la BCE è libera di acquistare titoli senza sottostare al vincolo denominato "*Capital Key*", ovvero la regola definita per limitare l'acquisto di titoli da un singolo Stato rispetto al suo contributo di capitale conferito dalla BCE. Questa flessibilità è stata ampiamente sfruttata specialmente dall'Italia.

In merito al programma PEPP, il Consiglio direttivo della BCE ha intrapreso diverse decisioni volte ad assicurarne l'efficacia. In primo luogo, è stato deciso che la ripartizione degli acquisti dei titoli di debito pubblico tra i vari stati prosegua seguendo lo schema di partecipazione delle banche centrali nazionali al conferimento del capitale della BCE, con l'obiettivo di rispettare il peso percentuale del rispettivo stato membro nel PIL dell'Unione Europea.

Nello stesso tempo, con l'obiettivo di garantire una equa distribuzione dei flussi d'acquisti fra le varie classi di attività e fra i diversi paesi, è stato stabilito che questi acquisti debbano essere effettuati nell'ambito del programma inserendo una deroga ai requisiti di ammissibilità nei confronti dei titoli di Stato emessi dalla Grecia, con il fine di garantire la partecipazione di questo paese agli acquisti nell'ambito del PEPP, dato che senza questa delega la Grecia non avrebbe avuto accesso al programma. Simultaneamente si è proceduto all'ampliamento di tutte le tipologie di attività commerciali emesse da società non finanziarie, delle attività inerenti al programma di acquisto per il settore societario (con una determinata qualità creditizia) e infine all'ampliamento degli schemi di credito aggiuntivi relativi al finanziamento del settore societario e in generale ad un allentamento dei requisiti di garanzia creditizia.

A norma di quanto previsto dal piano PEPP le banche centrali aderenti all'euro sistema hanno iniziato ad acquistare dei titoli di debito con caratteristiche di negoziabilità e idonei alle disposizioni dettate dalla BCE, oltre a numerose obbligazioni societarie idonee ed altri strumenti di debito negoziabili conformemente alle disposizioni dell'Unione Europea articolo 2016/948 e della Banca

centrale 2016/16. Infine, si è provveduto all'acquisto di titoli garantiti da attività idonee (*Asset Backed Securities, ABS*) in conformità alle disposizioni UE 2015/5 e della BCE 2014/45.

Per poter essere acquistati nell'ambito del programma PEPP, i titoli di debito negoziabili devono avere le seguenti caratteristiche: per quanto riguarda la scadenza, la durata residua minima è fissata per un minimo di settanta giorni e per un massimo di trent'anni al momento dell'acquisto condotto da parte della Banca centrale interessata dell'euro sistema; con l'obiettivo di agevolare il programma, è stato altresì stabilito che gli strumenti di debito negoziabili che presentano una scadenza di vita residua pari a 30 anni e 364 giorni debbano essere anche essi ammessi al programma d'acquisto; inoltre, visto il continuo mutare e la forte imprevedibilità dell'emergenza pandemica, il Consiglio direttivo della BCE ha affermato pubblicamente che introdurrà tutte le risorse possibili, sempre nel rispetto del mandato conferito dal Consiglio, per sostenere l'economia dell'UE in questo periodo estremamente turbolento. Pertanto, il consiglio direttivo analizzerà tutte le opzioni a disposizione per sostenere l'economia e attuando tutte le misure necessarie al fine di rendere la propria azione compatibile ai rischi che si stanno affrontando.

## 2.3 ANALISI DEL PEPP, DAGLI INIZI AD OGGI

Il Pandemic Emergency Purchase Programme è stato avviato dal consiglio direttivo della BCE a partire dal 26 marzo 2020. Il piano prevedeva inizialmente uno stanziamento complessivo di 750 miliardi di euro stanziati attraverso acquisti di titoli protratti fino alla fine del 2020. Tuttavia, il 4 giugno del 2020 una nuova riunione del consiglio direttivo della BCE ha deliberato le seguenti azioni di rinforzo rispetto al piano originariamente previsto. In particolare, si è deciso di estendere la dotazione del programma per un importo pari a 600 miliardi di euro, arrivando così a un totale di 1350 miliardi di euro. In questo modo l'espansione del PEPP provocherà un'ulteriore espansione della politica monetaria, sostenendo in questo modo le condizioni al finanziamento dell'economia reale agevolando in questo modo particolarmente le famiglie e le imprese. Il consiglio ha deliberato che gli acquisti continueranno ad essere condotti in modo flessibile durante il tempo, sia tra classi di attività e sia tra giurisdizioni in modo tale da scongiurare i rischi di una trasmissione poco agevole della politica monetaria. Inoltre, il Consiglio ha deciso di estendere gli orizzonti per quanto riguarda gli acquisti di attività finanziaria portandolo alla fine del giugno 2021, riservandosi di procedere all'acquisto di attività nette fino a quando non ritroverà conclusa la fase di crisi provocata dal coronavirus. Il capitale rimborsato sui titoli a scadenza verrà a sua volta reinvestito nel programma

di acquisti almeno fino alla fine del 2022, e in ogni caso la futura introduzione del portafoglio PEPP verrà gestita in maniera tale da evitare qualsiasi tipologia di interferenza con l'orientamento monetario appropriato.

Il ritmo di acquisti è pari a 20 miliardi di euro mensili nell'ambito del programma d'acquisto APP, aggiungendo gli acquisti nell'ambito della dotazione di 120 miliardi di euro fino alla fine dell'anno. Il consiglio direttivo della BCE continua ad aspettarsi che per quanto riguarda gli acquisti effettuati nell'ambito del programma APP vengano prorogati con il tempo necessario per garantire l'impatto accomodante dei tassi di riferimento dell'area euro per cessarlo prima di iniziare ad aumentare i tassi di riferimento della BCE. Infine, il consiglio direttivo ha deciso di continuare la sua politica di reinvestimento del capitale incassato dai titoli a scadenza prorogandola per un periodo di tempo prolungato rispetto alla data in cui il consiglio direttivo deciderà di iniziare ad aumentare i tassi di interesse di riferimento, e in qualsiasi caso mantenerli per il tempo necessario per garantire condizioni di liquidità favorevoli con un ampio grado di accomodamento monetario.

Nel terzo trimestre del 2020 si è verificato che la ripresa dell'attività economica si è manifestata in maniera più forte del previsto grazie anche all'introduzione dei vaccini, ma tuttavia una nuova ondata di casi di covid-19 e il mantenimento delle relative misure di contenimento, hanno continuato a limitare significativamente l'attività economica dell'area euro. Secondo diverse stime econometriche, questa si sarebbe ridotta significativamente nel terzo trimestre del 2020 con una invarianza del tasso di inflazione. Pertanto, a fronte del timore di gravi ricadute economiche provocate dalla pandemia, il consiglio direttivo si è riunito nuovamente in data 10 dicembre 2020, con l'obiettivo di riprogrammare i suoi obiettivi e strumenti attraverso i seguenti punti: 1) lasciare i tassi di riferimento della BCE invariati e questo fino al momento in cui le prospettive stimate di inflazione si manterranno prossime ad un livello condiviso del 2%; 2) incrementare di 500 miliardi di euro la dotazione del programma PEPP arrivando così a un totale di 1850 miliardi di euro; 3) ampliare l'orizzonte degli acquisti netti del programma PEPP prorogandolo almeno fino alla fine del marzo 2022 riservandosi di continuare gli acquisti fin tanto che l'emergenza non sia dichiarata conclusa; 4) estendere l'orizzonte temporale per quanto riguarda il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nell'ambito del programma PEPP fino al termine del 2023. Inoltre, in ogni caso, la riduzione del portafoglio PEPP sarà condotta in maniera tale da evitare interferenze con l'orientamento di politica monetaria appropriato. Il Consiglio ha stabilito inoltre di continuare gli acquisti netti nell'ambito del programma mantenendo un ritmo mensile di venti miliardi di euro, e questo per un orizzonte temporale necessario a rafforzare l'impatto accomodante

dei tassi d'interesse sul mercato monetario e reale. Inoltre, sempre nel consiglio direttivo svoltosi nel mese di dicembre 2020, sono state formulate nuove previsioni macroeconomiche che prevedevano una contrazione del PIL pari al 7.3% nel 2020, 3.9% nel 2021. Per quanto riguarda il tasso d'inflazione, le proiezioni indicavano un tasso annuo d'incremento pari allo 0.2% nel 2020 e 1% nel 2021. Infine, per quanto riguardavano le proiezioni degli aggregati monetari, la crescita di questo aggregato veniva segnalata al 10.5% annuo e in termini relativi invariata, grazie al proseguimento degli acquisti della attività da parte dell'euro sistema. Per il principio di trasparenza dettato dall'articolo 6 della decisione UE 2020/440 della Banca Centrale europea datato 24 marzo 2020, è possibile osservare la situazione attuale e storica del programma PEPP.

Nell'ultima settimana di dicembre 2021, la BCE ha effettuato acquisti di assett per 7.42 miliardi di euro, in deciso ribasso rispetto agli 11.8 miliardi della settimana precedente. Il totale degli acquisti operati in ambito PEPP fino al dicembre 2021 è pari a 1585.06 miliardi di euro sulla dotazione complessiva che come già detto ammonta a 1850 miliardi di euro.

Riportiamo nella seguente tabella la cronologia degli acquisti mensili operati dalla BCE nell'ambito del programma PEPP.

Cronologia degli acquisti netti mensili nell'ambito del PEPP in mln di Euro

	Gennaio	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre
2020	-	-	15444,1544	103366,119	115855,235	120321,355	85423,4404	59466,4999	67308,5672	61985,6292	70835,7	57163,7572
2021	53046,8102	59914,8701	73521,9436	80118,1024	80700,1104	80168,1185	87557,1272	65050,1337	75051,1412	67855,148	68045,1548	49375,1598

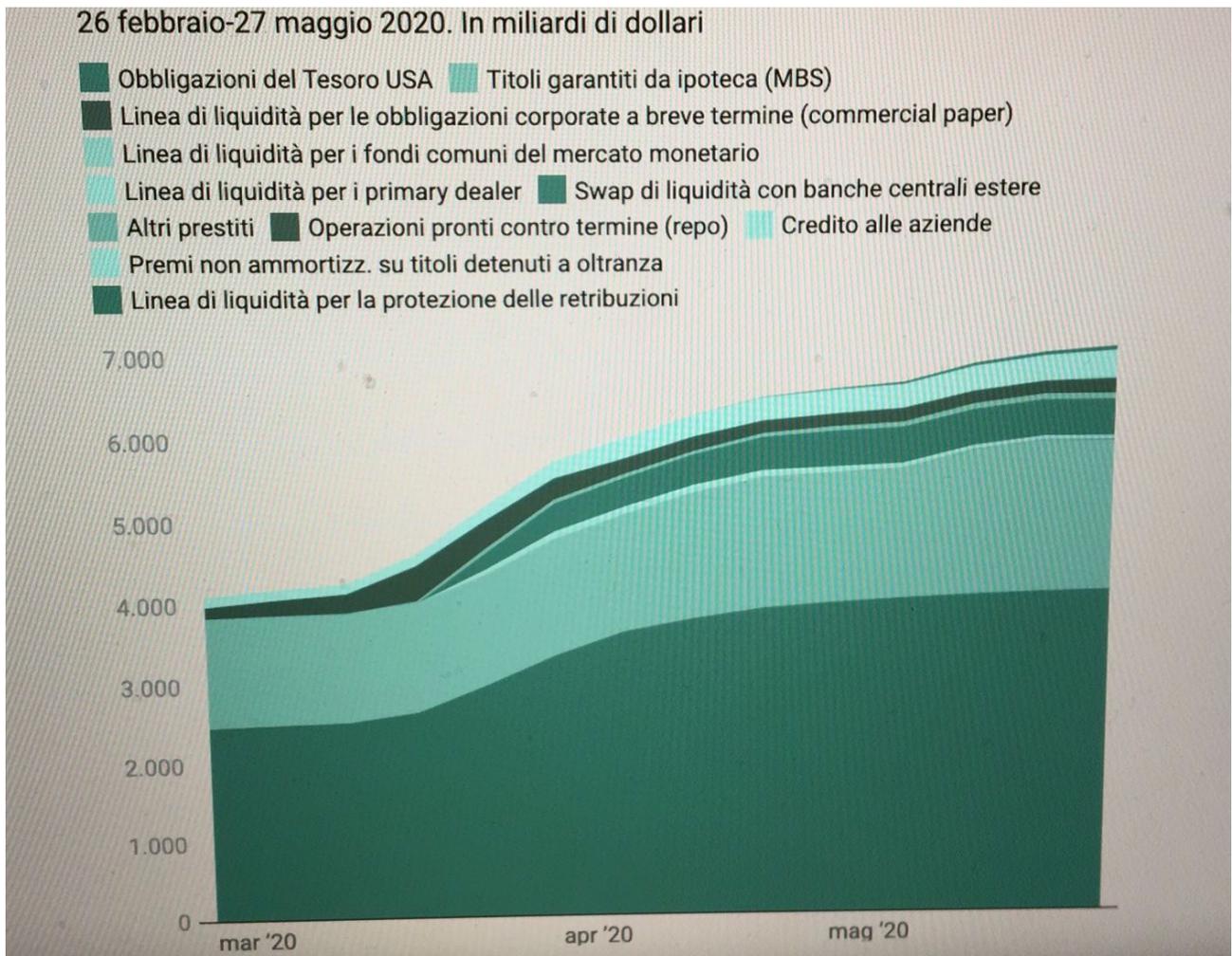
Fonte: BCE

## 2.4 LE RISPOSTE DELLA FED ALLA CRISI PANDEMICA

Anche la FED, come tutte le banche centrali dei paesi industrializzati, ha introdotto una serie di misure straordinarie con l'obiettivo di sostenere sia il settore reale che quello finanziario a fronte dello shock generato dalla pandemia. A differenza della BCE che ha optato principalmente verso strumenti non convenzionali per offrire liquidità al sistema, la FED godendo di margini di manovra più ampi in merito a tassi d'interesse di riferimento, ha preferito agire su tale canale riducendo i tassi d'interesse nel tentativo di contenere ed arginare la crisi.

La FED ha pertanto ridotto i tassi d'interesse di riferimento per un ammontare complessivo di 150 punti base. In questo modo, il limite superiore stabilito sul *Federal Fund Rate* è passato dall'1.75% progressivamente, con l'esplosione e il perdurare della crisi, ad un livello dello 0.25%.

A differenza di quanto avvenuto durante la crisi finanziaria globale del 2008, la Federal Reserve è intervenuta tempestivamente facendo ricorso a numerosi strumenti di politica monetaria per fronteggiare la crisi. Già dall'inizio dello shock macroeconomico avvenuto nel marzo 2020, la Federal Reserve è intervenuta erogando tremila miliardi di dollari nel sistema in pochi mesi, utilizzando misure espansive di politica monetaria che hanno garantito un notevole incremento degli attivi nel suo bilancio.



Fonte: Sole 24 ore

I principali strumenti di politica monetaria adottati dalla FED per contenere la crisi sono relativi al *Quantitative Easing* e al *Central Bank Liquidity Swaps* con l'aggiunta di una serie di programmi di sostegno che sono stati indirizzati verso gli agenti e gli operatori del sistema economico.

Per quanto riguarda gli strumenti denominati *Central Bank Liquidity Swaps*, questi strumenti rappresentano degli accordi con cui le banche centrali di differenti aree valutarie rispetto a quella del dollaro, fa ricorso per ottenere liquidità in valuta estera presso la banca centrale che emette tale valuta. Oggi le linee Swap in valuta rappresentano un elemento che caratterizza le politiche

monetarie espansive messe in atto sia dalla FED che dalla BCE. In situazioni normali sia le banche commerciali statunitensi che quelle dell'euro sistema, riescono a provvedere autonomamente a corrispondere il proprio fabbisogno di liquidità in dollari o in euro. Questa tipologia di strumento assume una maggiore importanza in situazioni di crisi che implicano un andamento ed un funzionamento del mercato molto volatile. In questi casi, grazie agli accordi di Swap stipulati reciprocamente, la banca centrale può ottenere dollari dalla FED e la FED può finanziarsi in euro attraverso prestiti concessi dalla BCE. Quindi, le due banche possono far fronte ad esigenze di liquidità in valuta estera agendo tempestivamente sui mercati finanziari stabilizzandoli.

A livello internazionale la crisi pandemica ha profondamente minato la liquidità dei sistemi economici incrementando esponenzialmente il fabbisogno in dollari. A riguardo la FED è sempre intervenuta prontamente utilizzando le linee di Swap rafforzando gli accordi con le banche centrali appartenenti al c.d. *Network C6*. Questo network è stato istituito nel 2010 ed è costituito da una rete di linee Swap tra le seguenti banche centrali: FED, BCE, la Banca d'Inghilterra, la Banca del Canada, la Banca del Giappone e la Banca Nazionale Svizzera.

Tuttavia, non tutte le banche centrali internazionali rientrano tra i beneficiari delle linee di Swap in dollari, dato che di fatto Cina, India, Russia, Turchia ed Arabia Saudita sono state escluse dagli accordi previsti dalla FED per sostenere il mercato finanziario. Queste esclusioni avrebbero potuto innescare parecchie controindicazioni, dovute al fatto che la Cina rappresenta uno dei più grandi mercati finanziari in possesso dei *Treasure Bond* americani. La Cina avrebbe potuto liquidare questi investimenti ottenendo dollari utili al proprio fabbisogno finanziario. Per evitare questi svantaggi la FED ha istituito una temporanea struttura di accordi di riacquisto accessibile a tutte le autorità monetarie internazionali. Questa nuova struttura di accordi è denominata *Fima Repo Facility (FIMA)*, con l'obiettivo di sostenere il mercato finanziario. Gli accordi promettono a tutte le autorità monetarie internazionali che detengono un conto FIMA presso la Federal Reserve Bank di New York di stipulare gli accordi di riacquisto presso la FED, garantendo inoltre la possibilità di scambiare i titoli emessi in valuta nazionale con i titoli Treasuries. Pertanto, da un lato la FIMA si appresta a garantire il corretto funzionamento del mercato del tesoro americano, mentre dall'altro lato provvede a fornire una fonte di dollari aggiuntiva rispetto alle convenzionali operazioni di mercato aperto. In definitiva, la FIMA allevia le tensioni sul mercato finanziario globale, autorizzando l'accesso ai dollari statunitensi a tutte le banche centrali che non rientrano negli accordi degli Swap in valuta.

## 2.5 LE MISURE A SOSTEGNO DI BANCHE ED IMPRESE

Accanto alla riduzione dei tassi d'interesse di riferimento e alle misure ordinarie a sostegno del mercato finanziario, la FED ha implementato un articolato programma di supporto alle imprese e alle banche, entità anch'esse in profonda difficoltà dallo scoppio della crisi pandemica.

La FED ha provveduto a realizzare un programma ricco di agevolazioni con l'obiettivo di incoraggiare le maggiori banche statunitensi e quelle comunitarie ad effettuare più prestiti. Questo programma è incentrato principalmente sui prestiti diretti e sull'allentamento normativo. Per prima cosa, è stato ridotto di due punti percentuali passando dal 2.25% allo 0.25% il tasso addebitato alle banche per i prestiti effettuati dal loro *discount window*. Il *discount window* rappresenta uno strumento cui banche ed istituzioni finanziarie fanno ricorso per ottenere un prestito, pagando un interesse alla Federal Reserve pari al tasso di sconto. Si tratta quindi di prestiti tipicamente *overnight* e quindi rimborsati alla banca centrale di ventiquattro ore.

Dal punto di vista della FED, si tratta di prestiti *risk free* poiché le istituzioni finanziarie e gli istituti di credito ottengono prestiti presentando alla banca centrale un'ampia gamma di collateral, ossia di garanzie.

Tuttavia, in un momento di stallo economico come quello che si è presentato a seguito della crisi nel marzo del 2020, molte banche necessariamente si sono avvalse dello strumento *discount window* per soddisfare il loro fabbisogno di liquidità. A seguito di ciò, otto grandi banche statunitensi hanno accettato di far ricorso a tale strumento, e ciò ha incoraggiato le altre piccole e grandi banche a fare lo stesso. Sempre con l'obiettivo di rendere i prestiti più vantaggiosi, la FED ha provveduto ad allentare temporaneamente i requisiti normativi vigenti sulle riserve di capitali con l'obiettivo di incentivare le banche ad utilizzare queste riserve sotto forma di prestiti.

Per quanto riguarda il sostegno che la FED vuole garantire alle imprese e alle società, la Federal Reserve ha istituito nel marzo del 2020 due strutture nuove. Queste strutture sono state create con l'obiettivo di supportare le imprese statunitensi a patto che esse godano di un rating sufficientemente elevato. Queste due strutture sono denominate rispettivamente *Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)* e *Secondary Market Corporate Facility (SMCCF)*.

Attraverso queste due strutture la FED può prestare direttamente alla società o acquistare obbligazioni societarie già esistenti sul mercato. Inoltre, per garantire un maggiore supporto alle imprese la FED è intervenuta ripristinando il programma denominato *Commercial Paper Funding Facility (CPFF)*. Con tale programma la FED acquista cambiali commerciali in modo tale da prestare

fondi alle imprese utilizzando un tasso d'interesse superiore rispetto a quello praticato nelle operazioni overnight. Ripristinando il mercato delle cambiali commerciali, la FED insegue l'obiettivo di migliorare la capacità delle imprese di mantenere la propria occupazione in un quadro difficile come quello che l'economia globale sta vivendo a seguito dell'emergenza Coronavirus.

Infine, la FED ha varato un nuovo programma denominato *Main Street Landing Programme*. Il programma è stato istituito il 9 aprile del 2020 ed è terminato nel gennaio del 2021. Il programma aveva come obiettivo quello di sostenere i prestiti alle piccole e medie imprese che prima della crisi godevano di buone condizioni finanziarie. Nel dettaglio il programma era rivolto a fornire sostegno a quelle categorie di imprese che da una parte risultavano troppo grandi per usufruire nel *Paycheck Protection Programme (PPP)* e dall'altro lato troppo piccole per accedere alle linee di credito rivolte alle imprese dalla FED. Nel luglio del 2020, il programma è stato ampliato includendo l'accesso al credito anche alle istituzioni senza scopo di lucro, ovvero le istituzioni no profit. Con questa inclusione, il programma operava attraverso cinque strutture, due delle quali indirizzate alle organizzazioni no profit e le rimanenti tre rivolte alle piccole e medie imprese.

Per quanto riguarda le piccole e medie imprese, le strutture comprese nel programma ed autorizzate espressamente dal Consiglio dei governatori della Federal Reserve System erano i seguenti: 1) la Main Street New Loan Facility (MSNLF); 2) la Main Street Priority Loan Facility (MSPLF); 3) la Main Street Expanded Loan Facility (MSELF).

Queste strutture prevedevano i medesimi criteri sia per i prestatori che per i prenditori di fondi. Attraverso tali programmi la Federal Reserve si è impegnata a finanziare le imprese che hanno aderito con un importo complessivo di 300 miliardi di dollari. L'ammontare totale è stato suddiviso in prestiti quinquennali. In seguito, la banca centrale ha ampliato l'orizzonte periodale del rimborso e conseguentemente la durata del prestito, aumentando inoltre la dimensione minima del prestito riguardo la categoria dei *New* e dei *Priority Loan Facility*. Anche il settore del no profit è stato particolarmente danneggiato dalla crisi pandemica. Dal momento che queste organizzazioni costituiscono una componente fondamentale nel sistema economico, dato che forniscono servizi essenziali alla comunità impiegando inoltre milioni di operatori, la Federal Reserve si è impegnata a fornire anche a queste organizzazioni il proprio supporto economico. Le strutture dedite all'assistenza di tali enti sono le seguenti: 1) la Non Profit Organization New Loan Facility (NONLF); 2) la Non Profit Organization Expanded Loan Facility (NOELF).

Infine, la Federal Reserve di Boston, per aumentare la portata del programma ha provveduto a istituire una società veicolo (SPV) con l'obiettivo di trasformare in partecipazioni i prestiti originati

da prestatori idonei. Nel dettaglio, le Structured Investment Vehicle rappresentano delle società costituite con lo scopo di veicolare delle attività finanziarie che risultano cedute da terzi, con lo scopo di effettuare una o più operazioni di cartolarizzazione.

# Conclusioni

La crisi pandemica iniziata cominciata nei primi del 2020 nella città cinese di Wuhan per poi espandersi rapidamente in tutto il mondo ha provocato uno dei più grandi shock sia finanziari sia reali dell'ultimo secolo, causando effetti disastrosi sulla maggior parte delle economie, sia nei paesi sviluppati che in quelli in via di sviluppo. A seguito del grave shock, le autorità di tutto il mondo sono prontamente intervenute a livello sistemico per sostenere e rilanciare l'economia cercando di arginare gli effetti catastrofici provocati dalle drastiche misure sanitarie quali il distanziamento sociale e il "lockdown".

Analizzando le misure di politica monetaria adottate dalle principali banche centrali, tra le quali la Banca Centrale Europea e la Federal Reserve, si evince l'immenso sforzo compiuto in questi due anni per arginare la crisi. Tuttavia, nonostante l'enorme mole degli interventi introdotti dalle banche centrali, accompagnati dalle misure governative, abbiano contribuito a mitigare gli effetti della crisi sull'economia finanziaria reale. Le ripercussioni dovute alle misure sanitarie, tra le quali come accennato il distanziamento sociale e lo stop delle attività economiche, hanno provocato immensi danni collaterali in quasi tutti i settori industriali provocando delle gravi cadute della produttività e dell'occupazione colpendo in particolare la filiera della ristorazione, del turismo e delle attività culturali.

Complessivamente l'incidenza di contagi da Covid-19 è stata maggiore negli Stati Uniti rispetto all'Europa, e ciò è stato dovuto dal fatto che il governo statunitense ha avuto un approccio più soft in termine di chiusure e restrizioni. Conseguentemente, l'ampia gamma di restrizioni attuate nell'eurozona, seppur avente come obiettivo quello dell'allentamento della curva dei contagi, ha inevitabilmente contribuito ad incoraggiare il tracollo dell'apparato produttivo causando un aumento delle insolvenze di piccole e medie imprese. Quindi, durante la prima metà del 2020, la maggior parte delle misure straordinarie adottate dalla BCE, sono state finalizzate al sostentamento di famiglie e imprese in difficoltà. Viceversa, gli Stati Uniti hanno adottato misure più flessibili, che permettessero attraverso incentivi a famiglie e imprese in difficoltà, di evitare il totale arresto del sistema economico.

Passando ai dati, in Europa si è sperimentato un calo del PIL del 4.9% rispetto agli Stati Uniti che hanno sperimentato un calo del PIL del 2.4% nel periodo tra novembre e dicembre del 2020. Tuttavia, approfondendo l'analisi, emerge che i consumi sono crollati proporzionalmente nei due sistemi con la differenza che gli interventi di supporto ai redditi delle famiglie negli Stati Uniti sono circa il doppio rispetto a quelli nell'Unione Europea. Inoltre, a seguito dei danni collaterali derivanti dal prolungarsi dell'emergenza, il tasso di disoccupazione è inevitabilmente salito nelle due economie. Tuttavia, l'incremento osservato nell'eurozona non è paragonabile per dimensione a quello che si è verificato negli USA dove ha raggiunto un valore record del 14.7% nell'aprile 2020, livello più alto del dopoguerra. Il valore è poi calato nel corso del 2020 per via della gamma di misure a sostegno di famiglie e imprese.

La pandemia ha prodotto inequivocabilmente più problematiche che vantaggi. In particolare, l'emergenza ha contribuito a far risaltare alcune problematiche relative al sistema capitalistico nel suo complesso e relative a problemi ambientali. Ciò ha portato all'attenzione dei governi e delle autorità di tutto il mondo sulla strategia più efficiente e allo stesso tempo ecologica da intraprendere nel post pandemia. Per cui, dopo aver raccolto le forze per fronteggiare lo shock pandemico, alle autorità monetarie spettano ulteriori e fondamentali sfide per il futuro.

# Bibliografia

- Baldwin, R., 2020. Keeping the lights on: Economic medicine for a medical shock.
- Baldwin, R., Di Mauro, W.B. (2020). Economics in the Time of COVID-19. CEPR Press, VoxEU.org eBook
- Banca Centrale Europea (2020), Our response to the coronavirus emergency. By Christine Lagarde, President of the ECB, The ECB Blog, March 19, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.en.html>
- Banca Centrale Europea, Rapporto Annuale 2020, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2020~4960fb81ae.it.html>
- Banca d'Italia (2012), Occasional Papers N.121, Questioni di Economia e Finanza: Il Gap innovativo del sistema produttivo italiano: radici e possibili rimedi.
- Banca d'Italia (2018), Occasional Papers N.422, Questioni di Economia e Finanza: La crescita della produttività in Italia: la storia di un cambiamento al rallentatore.
- Banca d'Italia (2020), Note Covid-19, Le Misure di Politica Monetaria dell'Eurosistema in Risposta all'Emergenza causata dalla Pandemia di Covid-19 e il Contributo della Banca d'Italia.
- Carnazza, p., Giorgio, P. (2020). Gli effetti del COVID-19 sull'economia italiana e sul sistema produttivo.
- Centro Studi Confindustria (2019), Dove va l'Industria italiana. Rapporto 2019.
- Centro Studi Confindustria (2020), Scenari Industriali, Innovazione e Resilienza: I percorsi dell'industria italiana nel mondo che cambia.
- "BCE e FED: differenze di obiettivi a cavallo dell'atlantico", Borsa Italiana, 25 marzo 2013
- "Blog L'indipendenza della Federal Reserve, ecco cosa significa", Pitcet novembre 2018.
- "COVID-19: pandemia di Coronavirus e risposta dell'UE". Consiglio dell'Unione Europea, 25 maggio 2021. <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/coronavirus/>

- “Discount Window Lending”, Regulatory Reform, Board of Governors of The Federal Reserve System, 31 marzo 2021. <https://www.federalreserve.gov/regreform/discount-window.htm>
- “Ecco le mosse di FED, BoE e BoJ anti Covid”. Report Banca d’Italia, di Redazione Start Magazine, *Start Magazine*, 15 giugno 2020. <https://www.startmag.it/economia/tutte-le-cose-di-fed-boe-e-boj-anti-covid-report-banca-ditalia/>
- “FED, tassi invariati e avanti con i programmi di acquisto di bond”, *Teleborsa* 10 giugno 2021, <https://www.teleborsa.it/News/2020/12/16/fed-tassi-invariati-e-avanti-con-il-programmi-di-acquisto-di-bond-167.html#.YMlaGvkzY2x>
- Banca Centrale Europea, Europa.eu, [https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank\\_it](https://europa.eu/european-union/about-eu/institutions-bodies/european-central-bank_it)
- Bank European Central, Funzioni, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/takes/html/index.it.html#:~:text=Obiettivi&text=%E2>
- Battaglia, Alberto, “Crisi Globale: BCE e FED politiche a confronto”, *Wall Street Italia*, 26 agosto 2020, <https://wallstreetitalia.com/bce-fed-confronto-politiche/>
- Coi, Giovanna, “Emergenza Economica: cosa può fare la Banca Centrale Europea?” *Lo Spiegone*, 3 aprile 2020, <https://lospiegone.com/2020/04/03/emergenza-cosa-puo-fare-la-banca-centrale-europea/>
- Dichiarazione introduttiva, Conferenza stampa 30 aprile 2020, Banca Centrale Europea, <https://ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200430~ab3058e07f.it.html>
- Introzzi, Mauro, “Quantitative Easing: Cos’è e Come Funziona”. 29 maggio 2019, <https://www.soldionline.it>
- L’Unione Economica e Monetaria, Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.it.html>
- La Banca Centrale Europea e L’eurosistema il Sistema Europeo di Banche Centrali, Banca Centrale Europea, 2009, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>
- Lane, Philip R. “Expanding the pandemic emergency purchase programme”, *The ECB Blog*, 8 giugno 2020, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog.2006050~ee256bcc9.en.html>
- Minella, Marcello, “L’immane sforzo della Federal Reserve” *ILSole24Ore.com*, 8 giugno 2020, <https://www.ilssole24ore.com/art/l-immane-sforzo-federal-reserve-ADPhZFW>
- Mishkin, S. Fredric; Ealkins, G. Stanley, “Istituzioni e mercati finanziari” Nona Edizione, Pearson editore, Settembre 2019.

