

Cattedra

---

RELATORE

---

CANDIDATO

Anno Accademico

## Sommario

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO I – LE FONDAMENTA DELLE BANCHE CENTRALI.....	7
1.1    La BCE.....	7
1.1.1    La nascita della BCE e la sua evoluzione.....	7
1.1.2    La struttura operativa della BCE e del SEBC.....	12
1.1.3    La <i>governance</i> della BCE.....	19
1.1.4    Misure di politica monetaria utilizzate dalla BCE.....	24
1.2    La Fed.....	30
1.2.1    La nascita della Fed e la sua evoluzione .....	30
1.2.2    Struttura e composizione della Fed .....	38
1.2.3 <i>Policy e governance</i> della Fed.....	42
1.2.4    Misure di politica monetaria utilizzate dalla Fed .....	48
CAPITOLO II – POLITICHE MONETARIE.....	55
2.1    L’avvento del COVID-19.....	55
2.2    Le sfide affrontate dalla BCE e gli interventi correttivi .....	61
2.2.1    Politiche a sostegno dell’apparato fiscale: CRII e SURE.....	64
2.2.2    L’APP.....	69
2.2.3    Il PEPP .....	74
2.2.4    Le operazioni di rifinanziamento .....	76
2.3    Le sfide affrontate dalla Fed e gli interventi correttivi.....	80
2.3.1    Il <i>Main Street Lending Program</i> .....	85
2.3.2    La <i>Forward Guidance</i> .....	88
2.3.3    FIMA <i>Repo Facility</i> .....	92
CAPITOLO III: LA REAZIONE DI MERCATO AGLI ANNUNCI DELLE BANCHE CENTRALI	94
3.1    Analisi della reazione del mercato agli annunci delle banche centrali.....	94
3.2    Metodologia.....	99
3.3    Campione .....	103
3.4    Risultati .....	105
3.4.1    Risultati Annunci BCE .....	106
3.4.2    Risultati Annunci Fed.....	111

3.5	Commenti sull'analisi svolta .....	115
	CONCLUSIONI.....	118
	BIBLIOGRAFIA.....	120

## INTRODUZIONE

La pandemia globale scatenata dal propagarsi del virus SARS-CoV-2, esplosa già a partire dal crepuscolo del 2019, ha colpito duramente l'economia mondiale, ponendo tutti gli apparati governativi di fronte a una serie di sfide senza precedenti, innescando una sequenza di effetti collaterali che ha coinvolto svariati settori dell'economia.

Le misure di *lockdown*, le restrizioni imposte e un nuovo sentimento di paura e incertezza hanno generato un impatto immediato e devastante sull'occupazione, sui prezzi delle materie prime e, in linea generale, sulla stabilità finanziaria. In risposta a questa emergenza sanitaria ed economica, le due principali banche centrali, la Banca Centrale Europea (BCE) e la *Federal Reserve* (Fed) degli Stati Uniti, hanno rapidamente reagito tramite l'implementazione di una serie di interventi di politica monetaria, volti ad attenuare gli effetti negativi della crisi e a sostenere le economie dei rispettivi territori.

Tali interventi di politica monetaria hanno, in buona misura, tratto ispirazione da quanto appreso durante le precedenti crisi economiche che hanno attanagliato gli albori del XXI secolo, quali, ad esempio, la crisi finanziaria globale del biennio 2007-2008, anche conosciuta come “*Grande Recessione*”, o la crisi del debito sovrano europeo, che coinvolse, fra il 2010 e il 2012, vari paesi dell'area dell'euro, tra cui Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia.

Nei momenti di turbolenza appena citati, sia la BCE che la Fed adottarono misure risultate poi decisive per stabilizzare i mercati finanziari e rilanciare l'economia, dimostrando una spiccata capacità di agire con tempestività e determinazione in condizioni proibitive.

D'altro canto, è fondamentale porre sotto la lente d'ingrandimento anche tutte quelle misure che sono state affiancate ai tradizionali interventi correttivi dagli albori del 2020 in poi, ovvero le misure di politica monetaria non convenzionali, promosse al fine di fronteggiare gli effetti devastanti della crisi e di fornire un supporto ancora più ampio ai settori dell'economia maggiormente colpiti dagli effetti pandemici.

La suddivisione di questa dissertazione in tre capitoli risponde all'esigenza di giungere alla comprensione di quali siano stati gli effetti del COVID-19 sull'economia e, al contempo, di spiegare la logica intrinseca nei conseguenti interventi di politica monetaria implementati dalla

BCE e dalla Fed per contrastarli, presentandone - tramite l'elaborazione di un modello statistico - l'efficacia dei risultati ottenuti.

Nel primo capitolo si partirà dall'illustrazione della genesi e dei principali tratti costitutivi e strutturali dei due istituti presi in considerazione, ovvero il *Federal Reserve System* e la Banca Centrale Europea, al fine di comprenderne in maniera preliminare la *ratio* che si cela dietro le scelte effettuate in materia di politica monetaria per arginare la crisi corrente.

Tale analisi si concentrerà, innanzitutto, sull'inserimento di entrambe le banche centrali all'interno delle rispettive cornici legislative, politiche ed economiche, che hanno logicamente condotto, nel tempo, le due istituzioni a differenziarsi nelle loro *governance* e nei loro *target*, come è possibile notare sin da quanto dichiarato nelle disposizioni statutarie circa i due rispettivi mandati.

Nel secondo capitolo, una volta delineato un quadro chiaro delle mansioni e degli obiettivi posti in capo alle due banche centrali, si procederà ad analizzare le sopracitate operazioni di politica fiscale e monetaria effettuate nell'arco di tempo della pandemia, ponendo l'attenzione sul tempismo con il quale sono state emanate e sugli effetti che si sono riverberati sull'economia reale.

Per quanto riguarda la BCE, verranno analizzate sia le misure poste in essere in ambito fiscale, finalizzate a promuovere politiche che stimolassero il saldo e la liquidità di bilancio degli Stati membri, quali, ad esempio, il CRII (*Coronavirus Response Investment Initiative*) o il SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), sia le misure adottate in termini di politica monetaria, quali: l'APP (*Asset Purchase Program*), introdotto per la prima volta dalla BCE nel 2015, e implementato secondo le esigenze pandemiche; LTRO (*Long Term Refinancing Operations*), finalizzato a fornire liquidità a supporto del sistema finanziario; TLTRO 3 (*Targeted Long Term Refinancing Operations 3*), orientato al sostenimento del credito bancario; il PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), un programma temporaneo finalizzato all'acquisto di titoli pubblici e privati, poi rivisto e ricalibrato più volte nel corso della pandemia; il CSPP (*Corporate Sector Purchase programme*), un programma di "allentamento quantitativo" simile all'APP, entrato in vigore per la prima volta già nel 2016; PELTRO (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*), introdotto successivamente rispetto a LTRO e TLTRO3 per fornire un ulteriore supporto alla liquidità del sistema monetario.

Nella restante sezione del capitolo 2 si procederà, specularmente rispetto a quanto fatto per la BCE, ad analizzare le più significative manovre operate dalla Fed, quali: il *Main Street Lending Program*, implementato per erogare prestiti alle piccole e medie imprese che versavano in buone condizioni finanziarie prima dell'inizio della pandemia, alimentato tramite l'iniezione di 600 miliardi di dollari, accompagnati dai 75 miliardi di dollari stanziati dal Ministero del Tesoro statunitense per coprire potenziali perdite su prestiti; la *Time-Based Forward Guidance*, approccio utilizzato dalla Fed nel settembre 2020 per illustrare il proprio orientamento, tramite la garanzia dell'impegno a mantenere i tassi di interesse bassi per un periodo prolungato, almeno fin quando non fosse stato perseguito l'obiettivo di massima occupazione e di stabilizzazione dell'inflazione attorno a un valore del 2%, allontanandosi così per la prima volta dai dettami propugnati dal modello di Phillips, da sempre cardine della politica monetaria degli USA; il *Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility*, programma che ha consentito ad alcune banche centrali (nello specifico, le banche non figuranti fra le beneficiarie delle linee di *swaps* in dollari) e autorità monetarie straniere di riacquistare parte dei loro posizionamenti sui *Treasury* in cambio di liquidità, emanato per alleviare le pressioni sui finanziamenti al di fuori degli Stati Uniti e per garantire la disponibilità di liquidità nei mercati finanziari globali.

In ottemperanza ai rispettivi mandati, dunque, sarà possibile notare quanto la BCE abbia dato priorità alla stabilità dei prezzi e alla solidità del sistema finanziario, fornendo liquidità attraverso il PEPP e offrendo maggiore flessibilità alle politiche fiscali degli Stati membri, mentre la Fed abbia adottato un approccio più espansivo e diretto, ponendo maggiormente la propria attenzione sulle questioni relative all'occupazione, attraverso la riduzione dei tassi di interesse e l'acquisto di *asset* su vasta scala.

Infine, nel capitolo 3, verrà illustrato un modello statistico basato sull'approccio *event study*, che metterà in risalto i riscontri quantitativi legati a determinati provvedimenti posti in essere dalle due banche centrali in diverse fasi della crisi pandemica.

Infatti, dal momento che l'obiettivo principale delle politiche monetarie è espresso in termini dell'effetto sulle variabili macroeconomiche (su tutte l'inflazione), l'influenza degli strumenti di politica monetaria su queste variabili spesso è oggetto di studio in termini di effetti e reazione da parte degli operatori di mercato. In particolare, influenzando i prezzi e i rendimenti degli *asset*, i responsabili delle politiche monetarie hanno lo scopo principale di modificare il

comportamento economico in modo da contribuire al raggiungimento del loro obiettivo finale di controllare il livello di inflazione. A tal fine si adopera la metodologia *event study*, che analizza, cioè, la reazione di mercato rispetto a un evento specifico (in questo caso l'annuncio della banca centrale), per una serie di annunci effettuati da parte di BCE e Fed a partire dal 2020. Nella fattispecie, si analizzerà la reazione di mercato e come questa si realizza nei giorni attorno all'annuncio, deducendone, con le opportune premesse restrittive legate ai limiti del modello stesso (quest'ultimo può rivelare un impatto statisticamente significativo dell'annuncio in questione, ma circoscrivere l'effetto sui mercati all'analisi del singolo evento può essere riduttivo), l'efficacia degli interventi implementati dalle due banche centrali.

## CAPITOLO I – LE FONDAMENTA DELLE BANCHE CENTRALI

### 1.1 La BCE

#### 1.1.1 La nascita della BCE e la sua evoluzione

La Banca Centrale Europea si erge come l'istituzione che meglio incarna l'apoteosi della pulsione che ha condotto, una volta culminata la Seconda guerra mondiale, gli Stati europei a voler ridisegnare la trama dei propri rapporti, ricercando un intreccio che trovasse un suo plasma sotto l'egida di una comunità sovra-ordinata, regolata da istituti sovra-nazionali. Una sfida innovativa, inedita, la cui difficoltà viene acuita dagli incastri e dalle zone d'ombra che si celano dietro i concetti di sussidiarietà e decentralizzazione vigenti nel rapporto fra la BCE e le BCN, la cui realizzazione è stata frutto di numerosi accordi, trattati, tentativi, fallimenti.

La prima tappa del progetto di “*federazione europea*”<sup>1</sup> possiamo rinvenirla nella dichiarazione Schuman del 1950<sup>2</sup>, avente l'intento di costruire una solidità a livello continentale che ponesse basi solide su ciò che pochi anni prima ne aveva minato la stabilità, dunque sulla fusione delle produzioni di carbone e acciaio: “*L'Europa non si costruirà tutta in una volta, o in ottemperanza a un unico piano. L'Europa verrà costruita attraverso la conquista di obiettivi concreti che prima di ogni altra cosa porterà una solidarietà di fatto.*” Nel 1949, del resto, sorse il consiglio d'Europa, il quale, solo un anno dopo, approvò la convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (CEDU).

Nel 1951, a Parigi, fu istituita la comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA) da sei paesi fondatori<sup>3</sup>, rappresentando il primo trasferimento della sovranità statale a un organo sovraordinato. Dopo la firma del trattato sulla comunità europea della difesa (CED), si aprì, nel 1954, un periodo di crisi, dal momento che la Francia non ratificò tale trattato.

---

<sup>1</sup> Pellegrini, Mirella. *Corso Di Diritto Pubblico Dell'economia*. [Assago] (Milano), [Padova], Wolters Kluwer; CEDAM, 2016.

<sup>2</sup> La dichiarazione Schuman è il discorso tenuto a Parigi alle ore 16 del 9 maggio 1950 da Robert Schuman, l'allora Ministro degli esteri del governo francese.

<sup>3</sup> Belgio, Francia, Germania Occidentale, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi.

Arginato questo periodo di stallo, nel 1957 i sei paesi fondatori sottoscrissero dei trattati per i mercati comuni, dando vita alla comunità economica europea (CEE) e alla comunità economica europea dell'energia atomica (EURATOM).

Da questo momento in poi, è possibile approssimativamente circoscrivere il grande sviluppo della comunità europea entro un determinato lasso di tempo: dal 1957, anno del trattato di Roma, al 2007, anno del trattato di Lisbona. Ancora più nello specifico, analizzeremo questo processo scandendolo in tre fasi.

### PRIMA FASE - COMMON MARKET

E' possibile ascrivere la prima fase al periodo compreso fra il 1957 e il 1986. Come già detto, dopo la mancata ratifica del CED, i sei paesi fondatori si rilanciarono alla caccia di una politica di intenti comuni, e, sottoscrivendo i trattati di Roma, istituirono la CEE e l'EURATOM, che andarono così ad aggiungersi alla CECA. Parliamo di tre comunità distinte sul piano esecutivo, ma accomunate dall'Assemblea, dalla Corte di giustizia e dalla Corte dei conti. Alle politiche comuni già esistenti si aggiunse una politica mirata a costruire un mercato economico comune (MEC)<sup>4</sup>, che desse adito a una situazione di concorrenza perfetta, svincolata da interventi statali ed entità monopolistiche, garantendo la libertà di circolazione di persone, merci, servizi e capitali. La clausola di flessibilità<sup>5</sup>, inoltre, sancì che nei casi di incertezza riguardo la competenza di intervento utile a garantire la finalizzazione di un obiettivo comune, potesse intervenire il consiglio, su proposta della commissione.

Bisogna inoltre sottolineare due effetti voluti dalla Corte di giustizia riguardo l'ordinamento comunitario:

- effetto diretto delle norme all'interno degli ordinamenti statali;
- primato del diritto comunitario rispetto a quello statale<sup>6</sup>.

In realtà, questi due effetti voluti dalla Corte di giustizia non furono subito accettati dalla Corte costituzionale italiana, che, in virtù della gerarchia delle fonti, riteneva la ratifica dei trattati

---

<sup>4</sup> Il mercato unico ricevette poi un impulso determinante con l'art.13 AUE.

<sup>5</sup> Trova tutt'oggi espressione nei Trattati, in forza del disposto dell'art. 352 TFUE; dopo la riforma di Maastricht, però, se ne è limitata la portata, essendo stata dichiarata dalla Corte di giustizia una *extrema ratio*: ciò implica che, in presenza di altre basi giuridiche, verrebbe meno la necessità di ricorrere all'art. 352 TFUE (C. giust., 30.5.1989, 242/87, *Commissione delle Comunità europee contro Consiglio delle Comunità europee*).

<sup>6</sup> Si noti che il primato del diritto dell'Unione si applica solo laddove gli Stati membri abbiano ceduto la sovranità all'Unione, in settori quali il mercato unico, l'ambiente, i trasporti, ecc. Non si applica, invece, in settori quali l'istruzione, la cultura o il turismo.

europei, avvenuta con legge ordinaria, passibile di abrogazione da parte delle norme interne, in quanto queste ultime di rango superiore. Questo conflitto è stato ormai ampiamente superato.

Nel 1976 si deliberò in favore dell'elezione universale diretta dei rappresentanti dei popoli della comunità nel parlamento europeo, in sostituzione dell'assemblea formata da una delegazione di parlamentari. Le elezioni si svolgono ogni 5 anni. Entro il 1986, gli Stati membri raddoppiano, passando da 6 a 12<sup>7</sup>.

### SECONDA FASE - *SINGLE MARKET*

Possiamo ascrivere la seconda fase al periodo compreso fra il 1986 ed il 2001. Già dal 1979, con la creazione del Sistema Monetario Europeo (SME)<sup>8</sup>, avvezzo esclusivamente a generare una zona di stabilità tramite il controllo delle fluttuazioni dei tassi di cambio fra le varie valute dei paesi allora aderenti della CEE, si iniziò a ventilare l'ipotesi del progetto di Unione Europea a livello monetario, poi effettivamente messo in piedi negli ultimi anni del XX secolo. Nel 1994, del resto, fu istituito l'Istituto Monetario Europeo (IME), ossia il ponte fra lo SME, associabile a una fase primordiale del progetto di unione monetaria, e l'UME, associabile allo stadio conclusivo di tale progetto, sublimatosi il 1° gennaio 1999, quando undici paesi membri dell'UE adottarono l'euro come valuta comune, giusto un anno dopo l'ufficiale istituzione della BCE.

Nel lasso di tempo sopra indicato è possibile rinvenire i momenti salienti della suddetta evoluzione istituzionale verso l'introduzione della moneta unica, con la creazione dell'Unione Economica e Monetaria (UME) che, come anticipato poc'anzi, ne raffigura il definitivo concepimento. Il passaggio dallo SME all'UME certifica le tappe di questo processo, che consiste in un'ulteriore cessione, da parte di ogni nazione aderente, della sovranità statale, dal momento che la moneta esce dal monopolio politico del singolo Stato.

Si procederà articolando questa seconda fase in cinque distinte tappe:

- l'atto unico europeo (AUE), firmato nel 1986, un primo grande passo verso l'obiettivo di integrazione politica europea, attraverso l'armonizzazione delle legislazioni (la maggioranza qualificata sostituisce il paradigma dell'unanimità nelle votazioni) ed un

---

<sup>7</sup> I paesi membri diventano: Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Belgio, Lussemburgo, Danimarca, Irlanda, Regno Unito, Grecia, Spagna, Portogallo.

<sup>8</sup> Il Consiglio europeo considerava il nuovo regime di cambio come la base per l'entrata in vigore di un nuovo sistema, che si sarebbe consolidato tramite la creazione di un apparato istituzionale che avrebbe gestito lo SME, ovvero il Fondo Monetario Europeo.

più generale riequilibrio istituzionale, attraverso una più salda politica estera comune e attraverso il passaggio da mercato comune a mercato interno, da attuare entro il 1992. Il mercato, dunque, a differenza di come venne interpretato nel trattato di Roma, divenne uno spazio senza frontiere interne;

- il trattato di Maastricht, firmato nel 1992, mirato a disegnare un'articolazione istituzionale fondata su "tre pilastri", ovvero sui tre trattati (TCECA, TCEE e TCEEA), sulla politica estera e di sicurezza comune (PESC), e sulla cooperazione di giustizia e affari interni (GAI), e alla scansione dei criteri di convergenza economica<sup>9</sup> verso l'introduzione della moneta unica (la stabilità dei prezzi, il controllo del *deficit* pubblico, il livello dei tassi di interesse a lungo termine e la partecipazione al Sistema Monetario Europeo (SME)). Ai sensi dell'art. 8<sup>10</sup> di tale trattato, inoltre, è possibile rinvenire la fonte normativa che prelude alla nascita e alla consacrazione della BCE all'interno dell'ordinamento comunitario, con l'ufficiale istituzione che avvenne poi il 1° giugno 1998 in Germania, a Francoforte. In egual modo, il trattato di Maastricht accoglieva tutte le disposizioni relative alla creazione del Sistema Europeo di Banche centrali (SEBC)<sup>11</sup>, che sarebbe stato poi costituito dalla BCE e dalle BCN dei vari paesi aderenti all'Unione Europea, e che, dal 1° giugno 1998, avrebbe preso voce in materia dei dettami circa la politica monetaria europea. La CEE, intanto, venne rinominata CE, Comunità Europea, perdendo la sua qualificazione economica a favore di un'evoluzione giuridico-sociale-economica che mirasse alla cittadinanza europea e alla moneta comune. Il trattato dell'Unione Europea (TUE), nel complesso, servì a regolare gli ultimi due pilastri e divenne il propulsore della nuova visione di comunità europea poc'anzi illustrata, regolando anche il principio di sussidiarietà e il nuovo assetto di co-decisione spartito dal parlamento e dal consiglio;
- il trattato di Amsterdam, firmato nel 1997, mirato a marcare principi e criteri che scandissero i prerequisiti da rispettare per entrare a far parte della comunità, quali il criterio politico, basato su una solida democrazia, il criterio economico, basato sull'esistenza di un'economia di mercato affidabile e in grado di inserirsi correttamente

---

<sup>9</sup> Esplicitati ai sensi dell'art.121; essi sono: grado di inflazione, livello di indebitamento pubblico, tassi di cambio e tassi di interesse a lungo termine.

<sup>10</sup> Ai sensi di tale norma si viene rimandati a ricercare la disciplina giuridica della BCE non solo in tale Trattato, ma anche nello statuto del SEBC, che integra il Trattato stesso in ottemperanza a quanto espresso dall'art. 311 (ex art. 239).

<sup>11</sup> Statuto del SEBC: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes\\_it.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/escbstatutes_it.pdf)

nei meccanismi dell'unione, e il criterio amministrativo, riguardante la capacità di assumersi e interpretare correttamente il ruolo di Stato membro;

- il trattato di Nizza, firmato nel 2001, mirato a ridimensionare il peso di alcune aspettative (in virtù del fatto che gli Stati membri aumentavano, venne ricalibrata la ponderazione del voto e ridotti sempre di più i casi in cui era necessaria l'unanimità) e a proclamare la carta dei diritti fondamentali, il definitivo spazio giuridico dell'Unione Europea, che entrerà in vigore nel 2009;
- la crescita del numero degli Stati membri, che nel 1995 passano da 12 a 15<sup>12</sup>.

### TERZA FASE - INTERNAL MARKET

La terza fase può essere prevalentemente accorpata sotto il trattato di Lisbona, che si pone l'intento di fondere e razionalizzare tutti i precedenti sessant'anni di tentativi, trattati e progressi.

I tre baluardi di questo trattato possono essere rinvenuti nel:

- TUE<sup>13</sup>, ridefinito nel suo contenuto, ed atto a propugnare i principi democratici, istituzionali, cooperativi, di politica estera, di sicurezza e di difesa;
- TFUE<sup>14</sup>, atto a sviluppare quei principi ritenuti essenziali per il corretto funzionamento dell'unione, a partire dalle politiche organizzative (di competenza, ...) per arrivare alle politiche sociali (di non discriminazione, ...);
- la carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea<sup>15</sup>.

Vengono garantite importanti innovazioni dal punto di vista del coordinamento fra le varie autorità nazionali in materia di giustizia e di forze dell'ordine, valorizzando le istituzioni dell'Eurojust e dell'Europol<sup>16</sup>. Si assicurò un mercato interno concorrenziale e sostenibile che potesse fungere da guida in un processo di crescita economica equilibrata.

In ambito di sussidiarietà e autonomie locali l'unione riconosce agli Stati i rispettivi sistemi, istituendo a tale scopo il comitato delle regioni, formato da rappresentanti regionali e locali,

---

<sup>12</sup>Gli Stati membri ora diventano: Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Belgio, Lussemburgo, Danimarca, Irlanda, Regno Unito, Grecia, Spagna, Portogallo, Austria, Finlandia e Svezia.

<sup>13</sup>Versione consolidata del TUE: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0017.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:2bf140bf-a3f8-4ab2-b506-fd71826e6da6.0017.02/DOC_1&format=PDF)

<sup>14</sup>Versione consolidata del TFUE: <https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:it:PDF>

<sup>15</sup>Carta dei diritti fondamentali dell'UE: [https://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text\\_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/charter/pdf/text_it.pdf)

<sup>16</sup>Regolate giuridicamente ai sensi dell'art. 88 TFUE.

che fosse in grado di garantire il già citato principio di sussidiarietà. Il TFUE, inoltre, scandisce la distinzione fra settori di competenza esclusiva e settori di competenza concorrente<sup>17</sup>.

Possiamo infine parlare di un vero e proprio sistema parlamentare europeo, che opera attraverso l'interconnessione che sussiste fra le 41 camere dei paesi membri. Le diverse istituzioni dell'unione sono:

- il parlamento europeo, già citato;
- il consiglio europeo, che rappresenta ogni Stato attraverso il presidente del consiglio o della repubblica;
- il consiglio degli affari esteri;
- la commissione, avente poteri legislativi e vigilatori in ambito di osservanza delle norme;
- la BCE, organo centrale del sistema europeo delle banche centrali nazionali (SEBC), avente personalità giuridica autonoma, avente anch'essa poteri normativi e vigilatori.

### 1.1.2 La struttura operativa della BCE e del SEBC

In via preliminare, è necessario inserire la BCE all'interno della cornice istituzionale nella quale si trova ad operare: quest'ultima, infatti, è sia il perno dell'Eurosistema, sia del già citato Sistema Europeo di Banche centrali, il quale, a differenza del primo, prende in considerazione anche le Banche Centrali Nazionali rappresentanti di quei paesi aderenti all'UE, ma non all'Euro.

La forte ed innegabile influenza che ha subito, a livello strutturale e funzionale, dall'architettura della Deutsche Bundesbank, altro non fu che il riflesso e la premonizione di quanto quest'ultima sarebbe stata legata tramite un nodo a doppia mandata alle sorti della BCE e dell'intero Eurosistema.

L'importanza storica e la solidità in senso lato della Bundesbank la hanno irrimediabilmente resa protagonista nelle vicende europee, portando all'innescarsi di meccanismi soggetti alla critica di molti economisti, in particolare proprio di quelli tedeschi. Di fatto, nonostante il sistema di voto a rotazione indichi una direzione opposta, la dimensione della Bundesbank

---

<sup>17</sup>Artt. 3, 4, 6 TFUE.

(attuale azionista di maggioranza della BCE) ha fatto sì che quest'ultima assumesse via via un'influenza sempre più preponderante in tema di stabilità finanziaria dell'Eurosistema, trovandosi in una situazione scomoda in determinati periodi storici, quale, ad esempio, la crisi dei debiti sovrani<sup>18</sup>, che indusse i vertici tedeschi ad esigere maggior peso in ambito di supervisione bancaria presso la BCE.

Chiuso - momentaneamente - questo preambolo, è adesso necessario, per quanto complicato e limitante, azzardare l'assegnazione di una qualifica attributiva da conferire alla BCE, al fine di comprenderne in maniera più puntuale i tratti costitutivi.

Un'attenta revisione della letteratura porta a considerare la nomina di "*organizzazione indipendente a carattere specialistico del diritto comunitario*"<sup>19</sup> la più calzante, in quanto in grado di cogliere la commistione fra indipendenza operativa e appartenenza all'ordinamento giuridico al quale afferisce e dal quale discende la BCE. Una relazione, quella che lega la BCE alle Comunità originarie, che deve essere interpretata in una chiave di associazione, e non di vincolo di subordinazione, come sottolineato dall'articolo 105(2) CE, che, affermando quanto sia compito della BCE "*definire e attuare la politica monetaria della Comunità*", ne evidenzia l'affrancamento a livello politico e decisionale rispetto alle pressioni dei paesi membri. Non bisogna comunque considerare in maniera integralista questo alto livello di indipendenza, dal momento che non riguarda tutte le sfere scibili: a livello giuridico, la BCE non si erge come entità terza rispetto all'ordinamento comunitario, ma rimane soggetta al diritto e alla giurisdizione della Corte di Giustizia delle Comunità Europee. Da questi concetti ideologici si può, dunque, spiegare la qualifica di "*organizzazione indipendente a carattere specialistico del diritto comunitario*".

Prima di passarne in rassegna gli organi costitutivi, è doveroso aggiungere un'altra premessa, stavolta riguardante la filosofia concettuale insita nella creazione di una simile istituzione.

La BCE, infatti, rappresenta a suo modo un'innovazione *disruptive* nel sistema delle banche centrali mondiali, prevalentemente per l'esser divenuta massima autorità depositaria della

---

<sup>18</sup>Cfr. Banfi, Alberto, and Fiorenzo Di Pasquali. *Le Banche Centrali Negli Anni Della Crisi. L'operatività Della Banca Centrale Europea, Della Banca d'Italia E Della Federal Reserve*. isedi, 2014.

<sup>19</sup>Chiara Zilioli, and Martin Selmayr. *La Banca Centrale Europea*. Giuffrè Editore, 2007; si veda anche: Glomb, Wolfgang. *Euro-Guide: Handbuch Der Europäischen Wirtschafts- Und Währungsunion. 1 (1998)*.

regolamentazione di una “*moneta senza Stato*”<sup>20</sup>, di una moneta, dunque, che si svincola dalle briglie del valore intrinseco e trova una sua legittimazione nella sfera fiduciaria, e che prescinde dai valori statali, evidenziando la sovra-nazionalità del mandato della BCE. Del resto, quest’ultima vanta una genesi operata proprio per mano di una legge costituzionale sovranazionale, che ne esalta, ai sensi dell’articolo 130<sup>21</sup> del TFUE (ex. Art. 8 CE), l’indipendenza rispetto agli Stati membri e agli organismi comunitari. Inoltre, al cospetto di altre banche centrali ad essa comparabili, quali la *Bank of Japan* o il *Federal Reserve System*, la BCE non incarna l’autorità monetaria posta al vertice del singolo Stato nazionale, bensì un’entità accentrata e sovraordinata che determina la politica monetaria di un’area economica (l’Eurosistema) costituita da venti Stati autonomi.

Procedendo verso un livello di analisi più prettamente strutturale, era lecito, inizialmente, rinvenire nell’articolo 107(3) CE le disposizioni sui due organi decisionali della BCE: il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo, affiancati a loro volta dal Consiglio Generale, come propugnato dall’Articolo 45.1 dello Statuto. I primi due rispondono a mansioni relative ad un mandato di natura decisionale, che si discosta dalla funzione consultiva assunta dal Consiglio Generale.

Il Consiglio direttivo della BCE prevede la presenza dei membri del Comitato esecutivo della BCE, affiancati dai governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri della zona euro. Ciò implica che, per via diretta, i membri del Comitato esecutivo siano pienamente coinvolti sia nella formulazione che nell’attuazione dei dettami in materia di politica monetaria.

Tale organo è incaricato, per l’appunto, di formulare la politica monetaria e stabilire i necessari e conseguenti indirizzi per la sua attuazione, tracciando la rotta per quanto riguarda i *target* monetari intermedi, l’offerta di riserve nel SEBC o il tracciamento dei tassi di interesse guida<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup>“Treccani - La Cultura Italiana | Treccani, Il Portale Del Sapere.” [Www.treccani.it](http://www.treccani.it), [www.treccani.it/enciclopedia/l-euro-una-moneta-senza-stato\\_%28XXI-Secolo%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/l-euro-una-moneta-senza-stato_%28XXI-Secolo%29/).

<sup>21</sup>L’articolo 130 TFUE recita: “Nell’esercizio dei poteri e nell’assolvimento dei compiti e dei doveri loro attribuiti dai trattati e dallo statuto del SEBC e della BCE né la Banca centrale europea né una banca centrale nazionale né un membro dei rispettivi organi decisionali possono sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni, dagli organi o da organismi dell’Unione, dai governi degli Stati membri né da qualsiasi altro organismo. Le istituzioni, gli organi e gli organismi dell’Unione nonché i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare questo principio e a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali nell’assolvimento dei loro compiti”.

<sup>22</sup>Cfr. [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

Adotta il regolamento interno della BCE e decide come il SEBC debba essere rappresentato nell'ambito della cooperazione internazionale, al fine di garantire la coerenza e la convergenza delle politiche economiche e finanziarie.

Solitamente si riunisce due volte al mese e dispone di un sistema di rotazione mensile dei diritti di voto, con la peculiarità che i membri del Comitato esecutivo della BCE hanno diritto di voto permanente. Di norma le decisioni vengono prese a maggioranza semplice dei voti<sup>23</sup>, con i governatori dei paesi che occupano dal primo al quinto posto in graduatoria in base alle dimensioni delle loro economie e dei loro settori finanziari che si ripartiscono quattro voti. I 15 paesi rimanenti si ripartiscono undici voti.

Proprio quest'ultima questione ha sollevato, nel corso degli anni, numerosi dibattiti, prevalentemente incentrati sulla dimostrazione di una presunta maggioranza, a livello di voti, da parte dei Governatori delle banche centrali rispetto ai membri del Comitato esecutivo. Si sottovaluta, però, il chiaro contenuto dell'articolo 108 CE, che prevede che i Governatori delle banche centrali, una volta divenuti partecipanti del Consiglio direttivo, non possono più essere sottoposti a influenze statali, ma sono completamente calati nella veste giuridica di membri del Consiglio direttivo che operano nel bene e negli interessi sovranazionali della BCE. Dunque, tale organismo altro non è che un monito della tassativa denazionalizzazione cui devono essere sottoposte le banche centrali nel contesto del SEBC, al fine di poter ottenere decisioni e politiche dal carattere inequivocabile.

Il Comitato esecutivo è un organo, come anticipato poc'anzi, avente mandato decisionale a carattere permanente, composto dal presidente della BCE, dal vicepresidente e da altri quattro membri, come predisposto dall'articolo 112 (2)(a) CE. E' anche definito, nella letteratura corrente, come "*esecutivo monetario europeo*"<sup>24</sup>, in quanto responsabile dell'attuazione della politica monetaria dettata dalla BCE secondo le direttive stabilite dal consiglio direttivo.

I membri del Comitato esecutivo vengono nominati dal Consiglio europeo che delibera a maggioranza qualificata, previa consultazione del Parlamento e del Consiglio direttivo, con il solo prerequisite di esser cittadini di uno Stato aderente all'Eurosistema e di essere "*persone di*

---

<sup>23</sup>Un'eccezione è costituita dalle decisioni concernenti il capitale della BCE, ai sensi dell'art. 10.3 dello Statuto.

<sup>24</sup>Chiara Zilioli and Martin Selmayr. La Banca Centrale Europea. Giuffrè Editore, 2007.

*riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario o bancario” (Articolo 112(2)(b) CE).*

Il mandato di cui sono affidatari i membri eletti è di otto anni e non è rinnovabile, superando la durata dei mandati dei membri delle altre istituzioni comunitarie<sup>25</sup>.

Il Comitato esecutivo, dunque, si distingue per il suo carattere spiccatamente sovranazionale, dal momento che, nonostante non tutti gli Stati membri dell'Eurosistema possono essere rappresentati da un proprio membro all'interno di quest'organo, viene assicurato il massimo impegno nel perseguire - in via esclusiva - gli obiettivi comunitari.

Il Consiglio generale, infine, è il terzo organo della BCE, avente funzione consultiva e, soprattutto, carattere transitorio: verrà tenuto in vita soltanto se e fintantoché vi siano Stati membri che non abbiano ancora aderito all'euro.

Comprende il presidente e il vicepresidente della BCE, ai quali si aggiungono i governatori delle 28 banche centrali nazionali degli Stati membri della UE; gli altri membri del Comitato esecutivo della BCE, il Presidente del Consiglio della UE e un membro della Commissione Europea possono partecipare alle riunioni, senza però essere in possesso del diritto di voto.

La funzione consultiva di tale organo si sostanzia prevalentemente nella raccolta di informazioni statistiche per conto della BCE, nella redazione del rapporto annuale e nella reportistica di operazioni e procedure contabili effettuate dalle banche centrali nazionali.

#### IL SEBC, UN'ORGANIZZAZIONE IBRIDA A DUE LIVELLI

Come affermato in precedenza, la BCE si erge come ente governativo del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC), e proprio ai suoi tre organi costitutivi è affidato il sistema decisionale di quest'ultimo, in ottemperanza all'obiettivo che polarizza il cammino dell'Unione Europea: garantire la stabilità dell'euro tramite la conduzione di una politica monetaria comune.

Il SEBC, come disposto dall'articolo 107(1) CE, include la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'Unione Europea (UE), operando come un sistema decentralizzato di istituzioni finanziarie che collaborano per garantire l'attuazione di

---

<sup>25</sup>I membri della Commissione sono nominati per cinque anni (ai sensi dell'art. 214(1) CE), i Giudici, gli Avvocati Generali della CGCE e i membri della Corte dei Conti rimangono in carica per sei anni (ai sensi dell'art. 223 e 247(3) CE).

una politica monetaria coerente con l'obiettivo della stabilità dei prezzi, come esplicitato nel paragrafo 1,6, articolo 127 del TFUE.

Tale istituzione opera ai sensi del trattato di Maastricht e degli statuti dello stesso SEBC e delle BCN, trovando la propria legittimazione nelle fonti del diritto comunitario primario.

Nella tradizione letteraria, sovente il SEBC è stato accostato alla definizione di “*sistema federale*”<sup>26</sup>, dal momento che, ai sensi di quanto redatto nel Trattato CE e nello Statuto, le banche centrali nazionali allora esistenti non vennero sacrificate sull'altare della neonata BCE, ma si intraprese un cammino che plasmasse una struttura dualistica, articolata su due livelli, integrando le BCN con la BCE e dando vita al SEBC. Ciò andò fortemente in controtendenza rispetto a quanto fatto dalla maggior parte degli Stati politicamente organizzati su una configurazione federale, quali la Svizzera<sup>27</sup> o la Germania<sup>28</sup>, che modellarono le proprie banche centrali su strutture aventi carattere unitario e centralizzato (Bundesbank, Banca Centrale Svizzera).

Tale modellazione, dunque, si rifaceva per larghi tratti all'impostazione della Fed, come vedremo in seguito, ma la somiglianza si esaurisce esclusivamente a livello formale, poiché, nonostante la chiara impostazione del SEBC su due livelli, il concetto di federalismo non può essere trasferito all'essenza di questa istituzione. Del resto, implicherebbe un'autonomia dell'esercizio dei poteri legislativi ed esecutivi che le BCN facenti parti del SEBC non possono assolutamente arrogarsi nella prassi. Il principio di sussidiarietà all'interno del SEBC, del resto, ha portato in prima battuta alla scissione in due diverse prospettive circa la natura da conferire all'istituzione: un primo filone di economisti suggeriva di dotare il SEBC di una propria veste giuridica, con degli organi decisionali propri che sovrastassero la BCE e le BCN, poste su due livelli gerarchicamente appianati; una seconda corrente di pensiero propugnava l'assegnazione di un ordine gerarchico, che innalzasse la BCE ad unico ente giuridico del SEBC. Fu proprio quest'ultimo modello ad essere definitivamente istituito, come possibile oggi notare ai

---

<sup>26</sup>Cfr. Lagayette, Répartition des rôles au sein du SEBC, in *Aujourd'hui l'écu/The ecu today*, ed. Speciale, giugno 1992.

<sup>27</sup>Cfr. art. 3 della Costituzione federale svizzera del 1999: “I Cantoni sono sovrani per quanto la loro sovranità non sia limitata alla Costituzione federale”.

<sup>28</sup>Cfr. la Corte Costituzionale Federale tedesca, sentenza del 26 luglio 1972, *Constitutional Court Reports*, vol.36 p.9 a p.19 *et seq.*

sensi dell'articolo 107(2) CE e 9.1 e 14.3<sup>29</sup> dello Statuto; da qui, l'impossibilità di alludere al SEBC come ad un sistema federale.

A livello operativo, è possibile rinvenire - ai sensi dell'articolo 127 del TFUE - i compiti fondamentali di cui il SEBC deve garantire l'attuazione:

- 1) definire e attuare la politica monetaria della Unione monetaria;
- 2) svolgere le operazioni sui cambi ai fini di influenzare il cambio dell'euro con le altre monete e contrastare le eccessive fluttuazioni dei cambi;
- 3) detenere e gestire le riserve ufficiali degli Stati membri;
- 4) promuovere il regolare funzionamento tra i sistemi di pagamento.

Nell'attribuzione dei compiti posti in capo al SEBC (e di qui alla BCE), si è attuata una scelta politica programmatica circa il carattere del mandato della BCE e dell'intero Eurosistema, decidendo di sublimare l'obiettivo della stabilità monetaria *uber alles*, e lasciando come residuali gli altri *target*, seguendo così l'esempio della Bundesbank, piuttosto che quello della Fed, come sarà possibile asserire in seguito nella trattazione dei rispettivi mandati.

E' possibile, giunti a questo punto, compendiare alcuni degli atti pratici nei quali si rispecchiano le disposizioni teoriche circa l'operatività del SEBC:

- incarichi di cooperazione e Coordinamento: le istituzioni del SEBC cooperano e si coordinano per garantire che la politica monetaria nell'area dell'euro sia coesa e coerente. Ciò implica lo scambio di informazioni, la condivisione di analisi economiche e la partecipazione alle decisioni di politica monetaria;
- conduzione di operazioni di Mercato: il SEBC svolge determinate operazioni di mercato al fine di influenzare il livello di liquidità nell'area dell'euro. Fra queste, può essere incluso l'acquisto (o la vendita) di titoli di Stato o altri strumenti finanziari;
- assumere decisioni di Politica Monetaria: le decisioni di politica monetaria, tra cui il livello dei tassi di interesse di riferimento, vengono prese dal Consiglio direttivo della BCE, inclusivo anche dei governatori delle BCN;

---

<sup>29</sup>Dispone che le BCN "costituiscono parte integrante del SEBC, e agiscono secondo gli indirizzi e le istruzioni della BCE".

- preservare la coerenza delle politiche dell'UE: il SEBC collabora con altre istituzioni dell'UE, come la Commissione Europea, per garantire la coerenza delle politiche economiche, finanziarie e sociali nell'Eurozona.

### 1.1.3 La *governance* della BCE

In virtù di quanto esposto dall'articolo 127 (nello specifico par. 1 e par. 6) del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea e del Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio ("regolamento sull'MVU"), è possibile inquadrare la *governance* portata avanti dalla Banca Centrale Europea in un'impalcatura sorretta dai due principali compiti cui deve assolvere, quali – rispettivamente - il mantenimento della stabilità dei prezzi e la vigilanza bancaria.

Due obiettivi, quelli appena elencati, che intarsiano la cornice di un quadro complesso come quello dell'Unione Monetaria Europea, più che mai bisognoso della sinergia e della concatenazione fra questi due ambiti per prevenire il propagarsi e l'affermarsi di crisi endemiche che possano marcare in maniera indelebile l'intero sistema finanziario.

Il mantenimento della stabilità dei prezzi, in particolare, costituisce la *lex specialis* alla quale la BCE è vincolata in via prioritaria, e la sua valenza deve essere oggetto di una puntuale analisi per comprenderne il livello gerarchico sul quale si pone rispetto ai compiti posti in capo alle comunità originarie da parte dell'articolo 2 CE, quali un elevato livello di occupazione, una crescita sostenibile e non inflazionistica e la parità tra uomini e donne. Sempre nel par. 1 dell'articolo 127 TFUE, infatti, viene appuntato quanto la BCE sia indirettamente anch'essa coinvolta nel raggiungimento di tali obiettivi, ma questi ultimi guadagnano l'accezione di obiettivi secondari, che possono essere considerati solo qualora non sussista conflitto di interessi con l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi. Il diritto europeo, tramite questa formulazione, esalta lo spettro dell'indipendenza della BCE rispetto alle istituzioni comunitarie come il bagliore che affrancherà l'Unione dalle ombre dell'inflazione, e consente, a questo punto, di legittimare la qualifica di mandato gerarchico, differentemente da quanto si potrà fare parlando della Fed.

E' legittimo, giunti a questo punto, domandarsi la *ratio* che ha indotto i padri fondatori dell'Unione Europea a prioritizzare a tal punto il controllo della stabilità dei prezzi rispetto ad altre questioni ritenute altrove altrettanto dirimenti.

E' dunque possibile addurre la risposta a tale quesito nuovamente al ruolo chiave ricoperto dalla Bundesbank all'interno del processo della genesi dell'Unione Europea, la quale, come sappiamo, è stata fortemente ispirata dal modello teutonico.

“*Forte come il marco tedesco*”<sup>30</sup>: questa affermazione, negli anni Novanta, accompagnava le speranze e gli auspici di coloro che iniziavano a ragionare sulla creazione dell'euro. Insita in questa esclamazione era riposta la volontà di scrollare di dosso dalle proprie economie l'annoso tarlo dell'inflazione, dal quale il marco tedesco sembrava essere l'unica valuta immune, come testimoniato dalla straordinaria media annua del 2,9%<sup>31</sup> registrata fra il 1949 e il 1998.

Fu così che, fondendo riflessioni di stampo puramente economico ad una ormai consolidata tradizione storica, si optò per puntare il timone nella stessa direzione che aveva tracciato la rotta della Germania dal secondo dopoguerra in poi, rinvenendo in questa visione la miglior bussola per orientare una politica di crescita sostenibile nel lungo periodo.

Ciò fu anche una richiesta di garanzia da parte della Bundesbank, la quale, consapevole del rischio di doversi sobbarcare i tassi di inflazione più alti di tutti gli altri paesi aderenti all'Unione, si volle assicurare che la stabilità dei prezzi venisse innalzata a “*Grundnorm*”<sup>32</sup>, proprio come era stato fatto all'interno dei propri confini.

Nell'atto pratico, l'obiettivo della stabilità dei prezzi è stato specificato quantitativamente dalla BCE in termini di tasso di variazione sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC)<sup>33</sup> per l'area dell'euro: questo dovrà essere mantenuto su livelli inferiori - ma prossimi - al 2% in un orizzonte di medio termine.

Il riferimento al medio periodo è prevalentemente dovuto alla considerazione del ritardo dal quale sono afflitti i meccanismi di trasmissione della politica monetaria: interventi atti a contrastare - nel breve termine - *shock* temporanei dei prezzi internazionali delle materie prime, come successo recentemente per via delle tensioni fra Russia e Ucraina, comporterebbero il

---

<sup>30</sup>Tommaso Padoa-Schioppa. *L'euro e La Sua Banca Centrale: L'unione Dopo L'Unione*. Bologna, Il Mulino, 2004.

<sup>31</sup>Nello stesso lasso di tempo, gli Stati Uniti registrarono il 4%, la Francia il 5,7% e il Regno Unito il 6,2%.

<sup>32</sup>Matthias Herdegen, 'Price Stability and Budgetary Restraints in the Economic and Monetary Union: The Law as Guardian of Economic Wisdom', (1998), 35, *Common Market Law Review*, Issue 1, pp. 9-32,

<sup>33</sup>Il mandato interpreta quantitativamente la stabilità dei prezzi come “un incremento annuale dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area euro inferiore al 2%.

rischio di generare nell'economia una forte volatilità, la cui considerazione renderebbe pressoché impossibile la salvaguardia dell'obiettivo primario dell'Eurosistema.

Un orientamento di lunga gittata, volto maggiormente a considerare gli sviluppi futuri piuttosto che le insidie quotidiane, si rende necessario anche in considerazione dell'impatto delle aspettative di inflazione sull'inflazione effettiva: la politica monetaria dell'Eurosistema tende ad ancorare saldamente le proprie attese di inflazione all'osservazione di due prospettive analitiche, definite dal Consiglio direttivo nel 2003 nella “*strategia di politica monetaria dell'Eurosistema, orientata alla stabilità*”, fondata su “due pilastri”<sup>34</sup>:

1. Monetary targeting. Essendo l'inflazione un “*fenomeno innanzitutto monetario*”<sup>35</sup>, la moneta stessa gioca un ruolo fondamentale nel contenimento e nelle previsioni del livello di inflazione, diventando l'ancora nominale utilizzata dalla BCE per orientare gli impulsi di stampo monetario da iniettare nell'economia. In virtù di ciò, il Consiglio direttivo annuncia un valore di riferimento quantitativo per la crescita monetaria dell'aggregato M3, inclusivo di:
  - circolante;
  - depositi;
  - quote dei fondi di investimento;
  - titoli di debito emessi da istituzioni finanziarie monetarie in modo da implementare una politica monetaria coerente con la stabilità dei prezzi.
2. Inflation targeting. Utilizzare un insieme di indicatori dello stato in cui versa in quel preciso istante l'economia, nonché indicatori di proiezioni future riguardanti la dinamica dell'attività economica, le componenti della domanda aggregata, il clima di fiducia delle imprese e dei consumatori, gli andamenti dei bilanci pubblici, il tasso di cambio, il prezzo dei beni primari e le prospettive circa i rinnovi contrattuali, è fondamentale per avere un quadro più immediato dell'impatto di tali variabili sull'andamento dei prezzi.

---

<sup>34</sup>Questa espressione, coniata da una giornalista, divenne espressione preponderante nell'uso comune per descrivere la politica monetaria della BCE, improntata sull'utilizzo di un ampio mazzo di variabili reali e nominali per evitare la superficialità derivante dall'ancorarsi a poche variabili scelte a priori.

<sup>35</sup>Pifferi, Marco, and Angelo Porta. La Banca Centrale Europea. 2003.

La commistione fra questi due approcci mira a far intraprendere decisioni consapevoli alla BCE nel medio periodo, poiché il non considerare gli scostamenti temporanei implica la realizzazione di una politica monetaria e di un controllo sui tassi meno meccanici e più oculati.

Il valore di riferimento per la crescita dell'aggregato M3 viene basato sulle seguenti condizioni:

- la stabilità dei prezzi deve essere mantenuta secondo la definizione pubblicata dall'Eurosistema, in modo che l'aumento sui 12 mesi dello IAPC per l'area euro si mantenga al di sotto del 2%;
- il *trend* di crescita del PIL si deve collocare fra il 2% e il 2,5%;
- nel medio periodo la diminuzione della velocità di circolazione di M3 deve essere approssimativamente compresa fra lo 0,5% e l'1% annuo.

La BCE, infine, chiosa: *“Perseguiamo questo obiettivo in modo simmetrico: consideriamo un'inflazione troppo bassa altrettanto negativa di un'inflazione troppo alta. Entrambe sono ugualmente inopportune.”*

Del resto, è sottinteso che il tasso di variazione del livello dell'inflazione debba oscillare nell'intervallo compreso fra 0% e 2%, senza mai scadere in un processo di deflazione che risulterebbe altamente incompatibile con il programma di stabilizzazione dei prezzi.

Nonostante gli apprezzamenti circa la strategia a due pilastri stabilita dal Consiglio direttivo, un filone della critica ha da sempre guardato con diffidenza all'obiettivo di stabilità dei prezzi propugnato dalla BCE, contestandone l'eccessiva ambiziosità che, secondo alcuni economisti, potrebbe determinare, in futuro, problematiche non indifferenti alle autorità monetarie europee, dal momento che il perseguimento di un tasso di inflazione così basso appiattirebbe i tassi di interesse nominali su un valore nullo, complicando l'eventuale riuscita di politiche monetarie anticicliche in caso di fase recessiva<sup>36</sup>.

Come anticipato in apertura di paragrafo, la BCE svolge compiti specifici anche in materia di vigilanza bancaria e di politica macroprudenziale, funzioni divenute necessarie per rispondere *“all'esigenza di porre rimedio in via strutturale alle gravi conseguenze prodotte dalla crisi economico-finanziaria esplosa nel 2007, che ha determinato significativi effetti negativi sui*

---

<sup>36</sup>Interpretazione fornita da Gross e Tabellini (1998), che evidenziano quanto negli ultimi 30 anni del XX secolo i tassi nominali, nei periodi di contrazione dell'economia, si siano fortemente ridotti (-5,7% negli Stati Uniti, -7,9% in Germania, -8,2% nel Regno Unito).

*bilanci delle banche*”<sup>37</sup>. Per questi motivi venne istituita l’Unione bancaria, costituita dai paesi dell'eurozona, la quale è fondata su un meccanismo di vigilanza unico e un meccanismo di risoluzione unico.

La BCE ha ottenuto piene funzioni di supervisione sugli intermediari bancari solo dopo il nuovo disegno dell’architettura dell’ordinamento europeo, risalente ai primi anni post-crisi. Con il coinvolgimento e l’accentramento delle funzioni di vigilanza della BCE si è andata delineando, di pari passo, un’unione bancaria europea (UBE), i cui principali mezzi per assicurare il raggiungimento degli obiettivi si articolano in:

- SMP: acquisto di titoli pubblici e privati sul mercato;
- LTRO: rifinanziamento delle banche;
- OMT: acquisto di titoli di Stato emessi da paesi inclusi nel programma europeo di aiuti finanziari;
- T-LTRO: particolare tipo di rifinanziamento delle banche.

A livello di vigilanza macroprudenziale e microprudenziale, le nuove istituzioni sono accorpate nel Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), istituito nel 2010 in seguito all’accordo fra tutti gli Stati aderenti all’Unione Europea e l’Unione bancaria (creata tra gli Stati dell'eurozona, ma alla quale possono partecipare volontariamente anche altri Stati dell’Unione Europea la cui valuta nazionale non è l'euro).

Il SEVIF è composto dall' *European Systemic Risk Board* (ESRB), avente competenze in materia di vigilanza macroprudenziale, costituito per ovviare al fatto che l'architettura di vigilanza in vigore nell'UE prima della crisi poneva un'enfasi eccessiva sulla vigilanza dei singoli istituti finanziari senza rivolgere sufficiente attenzione agli aspetti macroprudenziali, e da tre diverse autorità incaricate del coordinamento della vigilanza microprudenziale nei tre settori-chiave: *European Banking Authority* (EBA), *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA), *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e dal loro Comitato congiunto, nonché dalle autorità nazionali di vigilanza dei singoli Stati membri.

---

<sup>37</sup>[https://temi.camera.it/leg17/temi/l\\_unione\\_bancaria\\_e\\_i\\_mercati\\_dei\\_capitali](https://temi.camera.it/leg17/temi/l_unione_bancaria_e_i_mercati_dei_capitali)

I sistemi di garanzia dei depositi (DGS), sono sistemi istituiti in ciascuno Stato membro per rimborsare i depositanti (fino a 100.000) qualora la banca sia in dissesto. Ogni banca è obbligata ad aderire a tale sistema, versando un contributo in base al proprio profilo di rischio.

Il meccanismo unico di vigilanza (SSM) è il sistema europeo di vigilanza bancaria centralizzato, che comprende la BCE più le autorità nazionali competenti. La spartizione di mansioni è ordinata attraverso il conferimento di vigilanza alla BCE, il conferimento di regolazione all'EBA.

Le banche *significant* sono sottoposte al controllo della BCE; le banche *less-significant* sono sottoposte al controllo delle autorità nazionali<sup>38</sup>.

Il meccanismo unico di risoluzione della crisi (SRM), garantisce una risoluzione ordinata nelle casistiche di banche in condizione di dissesto, con costi minimi per i contribuenti.

Uno degli obiettivi principali di questo meccanismo risiede nell'impedire la corsa agli sportelli da parte dei depositanti, ma è anche centrale l'idea di voler impedire il *moral hazard*<sup>39</sup> da parte di quelle banche che potrebbero pensare di non dover ripagare le conseguenze di un ipotetico dissesto.

Questo meccanismo, in sintesi, mira a ridurre l'impatto delle crisi bancarie sugli stakeholders. Il potere esecutivo è affidato ad un comitato unico, che applica le norme uniformi di risoluzione e si avvale del fondo unico europeo.

#### 1.1.4 Misure di politica monetaria utilizzate dalla BCE

Le decisioni da attuare in materia di politica monetaria sono prerogativa, all'interno di ogni sistema economico, delle banche centrali, per via del grado di indipendenza di cui sono ammantate nei confronti degli organi politici. Il connubio che si va a formare fra gli obiettivi e le procedure operative tramite le quali viene implementata la politica monetaria, prende il nome di "*regime monetario*"<sup>40</sup> di un sistema economico.

---

<sup>38</sup>Cfr. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/criteria/html/index.it.html>

<sup>39</sup>Il rischio morale (in inglese *moral hazard*) è il termine che identifica l'opportunità post-contrattuale, ovvero la tendenza a perseguire i propri interessi a spese della controparte, confidando nell'impossibilità, per quest'ultima, di verificare la presenza di dolo o negligenza.

<sup>40</sup>Giorgio Di Giorgio. Banche Centrali E Politica Monetaria. 2015.

Come anticipato in precedenza, le politiche monetarie dell'Unione Europea sono state affidate, dal 1° gennaio 1999, alla potestà della BCE, cui è stato assegnato l'inequivocabile e prioritario compito di perseguire la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, alla stregua di quanto affermato nelle disposizioni statutarie.

Ogni macro-obiettivo fissato in tema di politica monetaria, che sia formulato in termini di aggregato quantitativo o di tasso di interesse, è accompagnato da target intermedi, secondo una logica a due stadi che mira ad ottenere riscontri continui, basati su variabili facilmente rilevabili e fortemente correlate con l'obiettivo finale che si vuole andare a perseguire.

Le istituzioni bancarie utilizzano regolarmente strumenti convenzionali di politica monetaria. L'approccio convenzionale di una politica incarna una cartina tornasole dell'*hic et nunc*, dello stato in cui versa l'intero sistema economico nel momento in cui viene applicata. In genere, le banche centrali seguono una politica convenzionale per mantenere la stabilità dei prezzi e raggiungere altri obiettivi di politica monetaria (nel caso della BCE, obiettivi secondari rispetto al controllo dell'inflazione). Tuttavia, al verificarsi di situazioni emergenziali, che apportano un forte *stress* al sistema, le autorità bancarie adottano strumenti non convenzionali<sup>41</sup>.

La crisi pandemica, del resto, ha indotto le istituzioni bancarie centrali a valutare attentamente gli strumenti non convenzionali da promuovere per salvaguardare le economie delle proprie aree di competenza, come si avrà modo di comprendere in seguito, nel corso del secondo capitolo.

Per il momento, seguendo l'approccio di stampo teorico sul quale è stato imperniato il primo capitolo, ci si limiterà a passare in rassegna gli strumenti convenzionali di politica monetaria a disposizione della BCE, che sono principalmente tre: le operazioni di mercato aperto, le operazioni su iniziativa delle controparti e la riserva obbligatoria.

#### 1.1.4.1 Le operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto vengono svolte su iniziativa della BCE e possono essere sia a tasso fisso che a tasso variabile. Rappresentano lo strumento più utilizzato e versatile, attraverso

---

<sup>41</sup>Vedi cap. 2.

il quale la BCE si assicura di adempiere al proprio primario obiettivo di stabilizzazione dei prezzi. In particolare, si articolano in:

- operazioni di rifinanziamento principali, che si sostanziano in pronti contro termine a brevissima scadenza (cadenza settimanale), e vengono regolate tramite meccanismo ad asta, attraverso cui la BCE fissa il tasso dell'operazione. Esse adottano la veste di operazioni temporanee, e talvolta sono passibili della nomina di "erogazione di credito garantito"<sup>42</sup>. Vengono realizzate a livello decentrato, ad opera delle singole banche centrali nazionali;
- operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, ovvero pronti contro termine a 3 mesi, la cui scadenza, in seguito alla crisi del 2007-2008, è stata - in via straordinaria - estesa anche a 6 e 12 mesi, fino ad arrivare, dal 2012 in poi, al lancio delle *Long Term Refinancing Operations* (LTRO) a tre anni, in grado di fornire liquidità per oltre mille miliardi di euro. L'obiettivo è evitare che tutta la liquidità immessa dalla BCE debba essere rinegoziata dalle banche con cadenza settimanale. Questo tipo di operazioni non sono predisposte ad avere un'influenza sul tasso di interesse di mercato, e vengono così svolte sotto forma di aste a tasso variabile;
- operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*), che possono avere carattere sia definitivo che temporaneo, e possono essere finalizzate sia a drenare che ad iniettare liquidità all'interno del sistema in caso di fluttuazioni improvvise, al fine di mitigarne gli effetti sui tassi di interesse a breve termine. Per le operazioni finalizzate ad immettere liquidità nel sistema, viene utilizzato lo schema dell'asta veloce o della procedura bilaterale, mentre per le operazioni rivolte ad assorbire liquidità (come, ad esempio, la raccolta di Depositi a tempo determinato), viene utilizzato esclusivamente quest'ultimo schema;
- operazioni di tipo strutturale, tramite le quali la BCE può modificare la posizione finanziaria del SEBC in termini di liquidità detenuta nei confronti di diversi Stati, tramite l'acquisto di titoli di Stato emessi da paesi che versano in situazione di difficoltà, o tramite l'emissione di certificati di debito. Il tasso di interesse di tali

---

<sup>42</sup>Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della *Federal Reserve*. 2014.

operazioni deriva dalla differenza fra il prezzo di rimborso e il prezzo di emissione, ponderati per la durata.

In caso di operazioni a tasso fisso, la BCE decide contemporaneamente l'ammontare del finanziamento e il prezzo a cui concederlo; in maniera opposta, in caso di operazioni a tasso variabile, la banca centrale decide solamente l'ammontare del finanziamento, lasciando che sia la concorrenza fra le banche a indicare il prezzo (tasso di interesse) più alto che una di esse sia disposta a pagare per aggiudicarsi il finanziamento.

#### 1.1.4.2 Le operazioni su iniziativa delle controparti

Un ulteriore strumento di politica monetaria sovente adottato dalla BCE consiste nelle operazioni su iniziativa delle controparti, nelle quali la BCE agisce come fornitore di liquidità, rispondendo alle richieste delle banche commerciali o di altre istituzioni finanziarie che necessitano di denaro a breve termine.

Le controparti ammesse ad operare con l'Eurosistema devono rispettare determinati requisiti, fra i quali annoveriamo:

- solidità finanziaria;
- soddisfacimento dei criteri operativi disposti dalle rispettive BCN.

Nell'Eurozona, sono state implementate due misure di politica monetaria conosciute come *standing facilities*<sup>43</sup>. La prima di queste consiste in una forma di finanziamento principale che consente alle banche di ottenere liquidità *overnight*<sup>44</sup>, offrendo loro la possibilità di accedere a una quantità potenzialmente illimitata di liquidità a un tasso di interesse predefinito, solitamente più elevato rispetto ai tassi di mercato. Questo finanziamento è disponibile in cambio di garanzie sotto forma di titoli. La seconda misura è rappresentata da una *deposit facility*, che permette alle banche di depositare l'eccesso di liquidità giornaliera presso la banca centrale, guadagnando un interesse minimo garantito.

---

<sup>43</sup>Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.it.html>

<sup>44</sup>Tale aggettivo si riferisce alle operazioni finanziarie a brevissimo termine, condotte dalla chiusura della giornata borsistica alla riapertura della successiva.

Il tasso *overnight* può fluttuare liberamente all'interno del corridoio istituito dai due tassi ufficiali quotati sui due meccanismi delle *standing facilities*.

E' necessario appuntare che il tasso sui depositi presso la banca centrale costituisce un limite inferiore per il tasso *overnight*, una barriera asintotica che quest'ultimo non può superare, dal momento che nessuno impiegherebbe i propri fondi ad un tasso *overnight* inferiore al tasso apportato sui depositi.

In sostanza, dunque, attraverso le operazioni su iniziativa delle controparti, la Banca Centrale Europea (BCE) ambisce a drenare o iniettare liquidità *overnight* e a stabilizzare le fluttuazioni dei tassi di interesse del mercato *overnight* all'interno del corridoio del tasso di rifinanziamento marginale e del tasso sui depositi. Annoveriamo due tipi principali di queste operazioni:

- operazioni di rifinanziamento marginali: in un contesto di scarsa liquidità di mercato, le controparti, ovvero le banche commerciali, possono ottenere liquidità giornaliera (*overnight*) dalle Banche Centrali Nazionali attraverso il diritto di credito non soggetto a limiti quantitativi, a condizione di fornire sufficienti garanzie, quali il deposito presso la banca centrale nazionale di riferimento di corrispettive attività finanziarie e il soddisfacimento dei criteri di idoneità previsti. Queste operazioni, a breve termine, consentono alla BCE - in modo limitato - di fungere da prestatore di ultima istanza;
- operazioni di deposito presso le BCN: in un mercato avente liquidità in eccesso, le controparti possono depositare l'eccesso di liquidità giornaliera presso le BCN. Il tasso di interesse stabilito per queste operazioni costituisce, quindi, un limite inferiore per il tasso di interesse *overnight*. Ciò impedisce ai tassi di mercato di scendere al di sotto di questo limite inferiore, rimanendo incanalato nel corridoio.

Il tasso delle operazioni di rifinanziamento principali viene così ad incanalarsi nella forbice aperta fra il valore massimo (tasso dell'operazione di rifinanziamento marginale) e valore minimo (Deposito *overnight* presso la BCE).

#### 1.1.4.3 La riserva obbligatoria

Il regime di riserva obbligatoria, adottato ai sensi dell'articolo 19 dello Statuto, ha come principale scopo la generazione della liquidità essenziale per il corretto funzionamento del

mercato monetario. Le istituzioni soggette all'adempimento della riserva obbligatoria sono gli istituti di credito appartenenti agli Stati membri, comprensivi delle filiali europee di istituti non residenti nella area dell'euro, a cui l'Eurosistema richiede di trattenere una percentuale dei depositi costituiti presso la banca centrale nazionale competente. Allo stesso tempo, l'Eurosistema corrisponde su questi conti una remunerazione, stabilendo un tasso di interesse neutrale a breve termine, ossia pari al tasso corrente di rifinanziamento presso la BCE.

Nella prassi, il coefficiente di riserva sulle passività ad esso soggette (depositi a vista rimborsabili fino a 2 anni, titoli di debito con egual scadenza) fu stabilito al 2%, per poi venire dimezzato nel 2011. La riserva obbligatoria è remunerata a un tasso che considera la media ponderata dei tassi delle operazioni di rifinanziamento principale operate nel periodo di mantenimento, pari ad un mese.

Le riserve vengono dunque mantenute per un mese intero, durante il quale le istituzioni creditizie possono mobilitarle, tramite una concatenazione con le operazioni di cambio. In tal caso, la Banca Centrale Europea assume il ruolo di amministratore, mentre le banche centrali nazionali agiscono come intermediari, gestendo l'ammontare delle riserve e facendo sì che corrisponda a quello depositato inizialmente.

L'imposizione dell'immagazzinamento di una riserva obbligatoria, in materia di politica monetaria, assolve al duplice intento di facilitare la stabilizzazione dei tassi di interesse all'interno del mercato e di creare un deficit strutturale di liquidità.

Il primo intento si realizza dal momento che l'ottemperanza all'obbligo di riserva si esplica in termini giornalieri (l'adempimento dell'obbligo di riserva è ponderato in termini di media dei saldi giornalieri detenuti nel corso del periodo di mantenimento). Ciò consente alle autorità creditizie responsabili di controllare le oscillazioni della liquidità nel brevissimo periodo tramite l'eventuale utilizzo della riserva dovuta. A titolo di esempio, nel caso in cui i tassi correnti a breve termine siano maggiori dei tassi attesi all'interno del periodo di mantenimento della riserva, le istituzioni creditizie saranno incentivate ad utilizzare sul mercato i fondi di riserva.

Nel secondo intento, invece, il meccanismo è alimentato dall'aumento della probabilità che le banche sottoposte all'obbligo di riserva chiedano un rifinanziamento presso la banca centrale,

andando così ad agevolare, tramite l'incanalamento dell'immissione della liquidità, il controllo dei tassi di interesse.

Oltre ad adempiere a funzioni di politica monetaria, l'obbligo di riserva è utile anche in temi di vigilanza prudenziale o di politica fiscale, e, in ultima istanza, si afferma anche come termine di garanzia reale nel sistema dei pagamenti.

## 1.2 La Fed

### 1.2.1 La nascita della Fed e la sua evoluzione

#### INTRODUZIONE

L'istituzione della *Federal Reserve Bank* (Fed), la banca centrale responsabile della stabilità monetaria e finanziaria negli Stati Uniti, risale al 1913, giungendo come risposta a un contesto di turbolenza che era stato scandagliato da quattro importanti episodi di panico (1873, 1884, 1893, 1907), che si propagarono nell'intero sistema.

Prima d'allora, assecondando una visione diametralmente opposta a quella che si andava affermando in Europa, gli americani nutrivano scetticismo circa l'affidamento dell'intero controllo nelle mani di una sola istituzione, diffidando della concentrazione di potere prevalentemente in una prospettiva di peso politico.

Questa visione, del resto, non abbandonò mai del tutto la loro prospettiva, tanto che indusse alla creazione di un sistema più decentrato, il *Federal Reserve System*, articolato in 12 banche regionali dislocate nei punti nevralgici degli Stati Uniti. In linea generale, si potrebbe affermare che la struttura della Fed sia imperniata sul concetto di separazione dei poteri e su un principio archetipico di federalismo, che raggiunge la sua massima espressione proprio negli Stati Uniti, riflettendosi anche nella dottrina della banca centrale americana, a differenza di quanto accaduto in svariati Stati europei (Germania, Svizzera)<sup>45</sup>, che hanno preferito adottare una filosofia di unitarietà in ambito monetario e contabile.

---

<sup>45</sup>Vedi cap. 1, par. 1.1.2

Un'altra peculiarità della Fed risiede nella forma di proprietà alla quale è sottoposta: se la maggior parte delle banche centrali a livello mondiale sono di proprietà pubblica, la Fed è soggetta al controllo privato delle banche commerciali aventi la qualifica di socie, dando vita a un dibattito che tutt'oggi non incontra una risposta definitiva. Il controllo statale garantisce un'inequivocabile trasparenza che la privatizzazione, invece, potrebbe sacrificare a vantaggio della realizzazione di interessi personali, ma, allo stesso tempo, quest'ultima potrebbe godere di una maggiore indipendenza che, in determinate situazioni, equivarrebbe all'esercizio di una maggiore libertà di manovra nel fronteggiare situazioni critiche.

Tale questione si esaurisce parzialmente nel momento in cui la legislazione che definisce la Fed è opera del Congresso, che si riserva il diritto di modificarla in qualunque momento. Dunque, per quanto la Fed si possa definire un'istituzione indipendente, svincolata - in ambito decisionale - dal giudizio del governo, rimane comunque sottoposta alla vigilanza del Congresso, che ne controlla periodicamente le attività, nonché il loro corretto svolgimento, dando adito a una situazione di indipendenza incompleta in termini procedurali.

#### PRINCIPALI TAPPE STORICHE

La prima istituzione che abbia ricoperto le funzioni di banca centrale fu la *First Bank of the United States*, autorizzata dal Congresso tramite una legge istitutiva concessiva di licenza ventennale e promulgata dal Presidente George Washington nel 1791, su sollecitazione di Alexander Hamilton, all'ora ministro delle finanze, che riteneva la creazione di una banca centrale “*di primaria importanza per una fiorente amministrazione delle finanze*”<sup>46</sup>, ispirandosi fortemente alla Banca d'Inghilterra, nata circa 100 anni addietro.

Hamilton può essere considerato il padre del concetto di indipendenza della banca centrale negli Stati Uniti, in quanto tracciò una rotta esplicitamente volta alla privatizzazione e al servizio dell'interesse individuale, affermando che l'unica bussola che possa orientare un sistema credibile di gestione della moneta e del credito sia la ricerca del profitto, e non una gestione governativa traviata da infinite clausole distrattive. Lo Stato, nella visione di Hamilton, rimaneva comunque detentore di una funzione di controllo e supervisione, con il rinnovo del mandato bancario che doveva essere affidato alla decisione del Consiglio.

---

<sup>46</sup>Cfr. A. Hamilton, *Lo Stato federale*, op. cit.

La concessione, come anticipato, aveva durata ventennale, e spirò nel 1811, più per questioni politico-costituzionali che per reali problemi concernenti l'assetto funzionale.

Nel 1816, al termine del caos provocato dalla guerra anglo-americana, fu approvata la *Second Bank of the United States*, avente stessi presupposti fondanti e stessa durata di mandato, ma anche ad essa non fu rinnovata la concessione nel 1836.

Il fallimento di questi due istituti, come anticipato, fu prevalentemente legato a questioni politiche, per via della forte opposizione eretta dagli Stati americani, principali azionisti delle banche statali, che intravedevano in tali istituti bancari un'entità concorrenziale posta in posizione privilegiata.

Questa tensione sfociò, nel 1818, in una situazione di scontro totale nello Stato del Maryland, che impose una tassa alla filiale della banca federale lì presente, scontrandosi con il rifiuto del banchiere McCulloch. Si arrivò così alla sentenza "*McCulloch v. Maryland*" del giudice Marshall, che rappresenta tutt'oggi una pietra miliare del diritto costituzionale, affermando la legittimità delle banche affiliate alla federazione (qualora queste rispondano ai compiti di tassazione, di prestito e di regolazione del commercio), e, conseguentemente, l'incostituzionalità dell'applicazione di una tassa su di esse, affermando il principio di supremazia della Costituzione federale sulla Costituzione dei singoli Stati.

Dal 1836 al 1863 si affermò il periodo del *Free banking*, con la federazione che cedette il passo al monopolio dei singoli Stati dopo i due fallimenti delle banche centrali non rinnovate. L'andamento dell'economia in questo lasso di tempo divide tutt'oggi i pareri della letteratura, spaccata fra il considerarne negativamente la frammentazione e la speculazione derivanti dall'emissione di settemila diversi tipi di banconote, e il valutarne positivamente l'esaltazione della libera iniziativa individuale<sup>47</sup>.

Durante tale periodo, i *whigs* (appellativo sotto il quale si identificavano i sostenitori del modello di banca centrale propugnato da Hamilton) lavorarono sottotraccia al progetto di un nuovo istituto bancario centralizzato, che fosse principalmente adibito a gestore sovrano dei flussi contabili statali; in altre parole, era nell'aria la costituzione di un Tesoro indipendente.

---

<sup>47</sup>Fra i sostenitori di questa tesi, cfr. B. Hammond, e I. Hasan – G. Dwyer, *Bank runs in the free banking period*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 26, n.2, 1994

Ciò avvenne, all'atto pratico, nel 1847, con l'iniziale intento di separare il sistema bancario e creditizio dall'apparato fiscale. Ben presto, insorse un'inevitabile ingerenza di mansioni da parte del Tesoro, con un ammontare di competenze - non previste a livello legislativo - sempre più grande che si andava accumulando nelle mani del ministero, incapace - alla lunga - di farsene integralmente carico.

Si arrivò così a una totale destabilizzazione dei mercati finanziari, che innescò un circolo vizioso di crisi cicliche che trovarono il proprio apice nel panico del 1907. La situazione era ormai catastrofica, con il potere che si era concentrato nelle mani di pochi investitori che beneficiavano di un mercato frammentato, spinto alla deriva dalla discrezionalità con la quale il Tesoro selezionava le banche affiliate.

Nel 1908, il Congresso degli Stati Uniti emanò l'*Aldrich-Vreeland Act*, che costituì una commissione bicamerale, la *National Monetary Commission*, finalizzata allo studio di una riforma monetaria integrale<sup>48</sup>.

La lista dei problemi bancari individuati dalla suddetta Commissione poneva in risalto principalmente due difetti: un sistema bancario estremamente incline ai panici e una valuta scarsamente reattiva e fortemente anelastica ai cambiamenti nella domanda. Per combattere queste falle strutturali, la Commissione fece un immediato appello per fornire un prestito efficace alle banche (denominato poi *rediscounting* nel *Federal Reserve Act*), che avevano bisogno della flessibilità fornita da questa operazione, al fine di soddisfare le esigenze dell'economia ed evitare le disastrose conseguenze dei panici bancari. Altri problemi evidenziati dalla Commissione erano una supervisione inadeguata delle banche e un sistema di raccolta degli assegni assolutamente inefficiente.

La Commissione, presieduta dal senatore Aldrich, emanò così una proposta di riforma del settore bancario, pubblicata sotto il nome di *Aldrich plan*, che si basava sull'istituzione di una *National Reserve Association*, centro indiscusso di un apparato periferico composto da 15 filiali. Tale proposta, inizialmente approvata dai repubblicani, ma poi bocciata dai democratici guidati da un W. Wilson fresco di seggio presidenziale, costituì comunque una traccia

---

<sup>48</sup>Dello studio se ne occupò, in particolare, la commissione parlamentare Pujo, istituita sotto un mandato che così recitava: "to obtain full and complete information of banking and currency conditions of the United States for the purpose of determining what legislation is needed". La commissione individuò una situazione di eccessiva concentrazione nel settore bancario e del credito, riflessa in particolare nella posizione quasi monopolistica ricoperta da J. P. Morgan in quegli anni.

importante che guidò l’emanazione della successiva proposta di legge *Glass-Owen Bill*, più comunemente nota come il *Federal Reserve Act*, ufficialmente riconosciuto dal presidente il 23 dicembre 1913.

Il governo della moneta fu uno dei temi più discussi in quegli anni, frammentando l’opinione pubblica fra i repubblicani, promotori dell’*Aldrich plan*, i democratici di Wilson, oppositori di un sistema di controllo privato sulla banca centrale, ma restii a giudicare l’amministrazione della moneta un’esclusiva statale, che arrivarono a identificare il proprio credo nell’espressione “*democrazia del credito*”<sup>49</sup>, e i progressisti guidati da T. Roosevelt, promotore di un’impostazione statalista, affidata completamente al controllo pubblico.

Le discussioni, dunque, procedettero attorno ai due assi cardinali, quali verticalmente il livello di federalismo e orizzontalmente il tipo di indipendenza organizzativa e amministrativa, portando a una mediazione fra le varie correnti contrapposte dalla quale scaturì la Fed, una soluzione compromissoria che trovò una propria legittimazione sotto la divisione dell’Unione in dodici distretti, ognuno avente la propria *Regional Federal Reserve Bank*. A queste ultime afferiscono in via obbligatoria le banche nazionali del rispettivo territorio, e in via facoltativa le banche statali.

Proprio sotto questo punto di vista il *Federal Reserve Act* trovava uno dei suoi più grandi punti di discontinuità rispetto all’*Aldrich plan*: l’obbligo posto in capo a tutte le banche private nazionali di dover essere membri del Sistema della *Federal Reserve*, del resto, ne riduceva fortemente l’influenza, facendo scaturire non pochi dissensi, tanto che gli editorialisti si pronunciarono in tali parole sulle colonne del New York Times: “*Il Federal Reserve Act riflette l’antipatia radicata e la diffidenza verso le banche e i banchieri che è stata per molti anni una grande forza motrice nel Partito Democratico ... La misura va all’estremo nello stabilire un controllo politico assoluto sulla attività bancaria.*”

L’indipendenza da pressioni politiche e governative, invece, fu dichiarata garantita grazie a un perfetto bilanciamento fra controllo pubblico e privato, anche se, negli anni a seguire, la

---

<sup>49</sup>Baroncelli, Stefania. *La Banca Centrale Europea*. European Press Academic Publishing, 1 Jan. 2000., t.d.a. (testo originale: “*a public board of disinterested officers of the government itself who can make no money out of anything they do in connection with it. No group of bankers can get control [...] I think we are justified in speaking of this as a democracy of credit. [...] It is self-government as well as democracy*”).

primordiale struttura della Fed ipotizzata dal *Federal Reserve Act* si rivelò estremamente lacunosa.

I promotori di tale documento, del resto, non ebbero la presunzione di affermare di aver architettato un piano perfetto. L'ultima frase dell'Atto afferma: "*Il diritto di emendare, modificare o abrogare questo atto è espressamente riservato*".

Una riserva, quest'ultima, che da una parte ventilava l'eventualità secondo cui tale sistema avrebbe dovuto essere soggetto - in un futuro, peraltro, abbastanza prossimo - a numerosi emendamenti, ma che al contempo sembrava sottostimare la sfida e l'incertezza che il paese affrontava nei primi giorni di un sistema completamente nuovo come quello della *Federal Reserve*.

Così, proprio al pari della conclusione appena citata, anche molte altre disposizioni dell'Atto vennero affidate alla vaghezza di sentenze postere (ciò viene esemplificato dalla presenza di proposizioni come: "*ai sensi delle regole e dei regolamenti da specificare dal Consiglio di Riserva Federale*" e "*soggetta a revisione e determinazione del Consiglio di Riserva Federale*").

Si era delineata, forse con eccessiva leggerezza, una filosofia di apprendimento *in itinere*, che aveva plasmato una sagoma tanto malleabile quanto – inizialmente - fragile, inevitabile compromesso di quando si ha l'esigenza di stabilire le regole del gioco man mano che si presentano avversità mai incontrate prima, come vedremo a breve con l'imperversare della Grande depressione.

Quest'ultima fu un severissimo banco di prova per la Fed, essendo stata in grado di far tremare l'intero sistema finanziario; ma questo scossone servì all'istituzione centrale americana per fronteggiare al meglio, quasi 60 anni dopo, gli impatti negativi della caduta delle azioni nell'ottobre 1987, riuscendo ad arginare con successo le potenzialità devastanti di quello che passò alla cronaca come il *Black Monday*<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup>In finanza, il lunedì nero fu il 19 ottobre 1987: in quel giorno, i mercati mondiali subirono un'improvvisa discesa del valore dei titoli quotati. Il primo mercato colpito dal crollo fu Hong Kong, cui seguirono l'Europa occidentale e gli Stati Uniti d'America. Altri mercati avevano già subito perdite altrettanto rilevanti. L'indice americano Dow Jones registrò una perdita del 22,61% (record storico, in percentuale).

Woodrow Wilson, la cui firma ratificò i natali di una delle istituzioni che più hanno segnato la storia del mondo bancario, condensò l'ideologia appena citata in poche parole:

*"Affronteremo il nostro sistema economico com'è e come potrebbe essere modificato, non come potrebbe essere se avessimo un foglio bianco su cui scrivere, e passo dopo passo lo renderemo ciò che dovrebbe essere"*, lasciando intendere che il futuro avrebbe potuto confidare sulle basi solide di un'istituzione finalmente passata dall'essere agente passivo di interessi contrastanti ad attore attivo, nonché guida indiscussa, dell'economia degli Stati Uniti d'America.

Migliorarsi e imparare dagli errori, non ripartire ogni volta da zero: partendo da questa ideologia, si può comprendere l'evoluzione del *Federal Reserve System*.

### LA CRISI DEL '29 E LE RIFORME DEGLI ANNI '30

Tornando alle fasi di gestazione del nuovo sistema, fu l'eccessivo decentramento organizzativo a livello federale a tradire inizialmente la neonata Fed, poiché diede adito a svariate incomprensioni e rallentamenti burocratici dovuti all'assenza di chiarezza circa quale fosse, di volta in volta, l'organo competente a dirimere le questioni in auge. Le politiche monetarie e l'emissione di denaro contante erano abbandonate alla discrezionalità di ciascuna delle 12 *Federal Reserve Banks*, mentre la banca centrale si barcamenava come poteva, da una parte in balia delle pressioni governative, dall'altra succube del crescente potere dei privati che spostavano sempre di più il peso dell'istituzione centrale verso la periferia del sistema. A mancare era un'integrità di fondo, un collante che tenesse insieme l'intero sistema; tutto ciò venne alla luce con l'avvento della Grande depressione, che soverchiò la fittizia aurea salvifica che risplendeva sulla Fed, quale istituzione che aveva debellato le crisi isteriche di un sistema finanziario irascibile.

Fra le varie interpretazioni fornite dagli studiosi circa l'eziologia di quella che a tutti gli effetti si può considerare una crisi senza precedenti in termini di portata, è interessante appuntare, all'interno di questa dissertazione, la tesi proposta da M. Friedman<sup>51</sup>, che pose l'accento sulle responsabilità di una Fed che si rivelò inerme di fronte all'avvicinarsi di eventi catastrofici.

---

<sup>51</sup>Cfr. M. Friedman – A. Jacobson Schwartz, *A Monetary History of the United States. 1867-1960*, Princeton.

La banca centrale statunitense, di fatto, perseguì erroneamente una politica monetaria restrittiva, deflazionistica, quando invece il sistema aveva avidamente bisogno di iniezioni di liquidità<sup>52</sup>, aggravando così le conseguenze della depressione. Infatti, dopo il crollo della Borsa nell'ottobre 1929, la Fed continuò a contrarre l'offerta di moneta e rifiutò di salvare le banche in difficoltà a causa del *bank run*<sup>53</sup>, di cui non si riteneva garante dal momento che non si trattava di banche aderenti al sistema federale.

La crisi, come detto, rivelò le inadeguatezze di un sistema ancora acerbo e prematuro, che fu così sottoposto a importanti emendamenti e lavori di ristrutturazione sin dai primi anni '30, che si sostanziarono nel *Glass-Steagal Act* del 1933 e nel *Banking Act* del 1935.

Il primo documento andò a tracciare una precisa linea di demarcazione che separasse il mercato bancario da quello mobiliare e assicurativo, mentre il secondo riformò a livello strutturale il *Federal Reserve System*, ponendo fine alla morbosa decentralizzazione verso la quale da sempre tendevano gli impulsi delle istituzioni americane, conferendo al *Board* di Washington il controllo dell'intero sistema, ottenendo così, in un solo colpo, maggior accentramento e indipendenza.

Il *Federal Reserve Board* si trasformò nel *Board of Governors*, in concomitanza la creazione dell'istituto del *Federal Open Market Committee* (FOMC), il comitato a cui vennero attribuiti pieni poteri in materia di politica monetaria, fino ad allora frutto dell'esercizio autonomo delle 12 *Federal Reserve Banks*.

In pochi anni, dunque, l'intero *Federal Reserve System* era stato profondamente rivisto e rinnovato, passando da un conglomerato deregolamentato di banche federali a un sistema puntuale che contemplava una banca centrale gerarchicamente sovraordinata rispetto alle 12 *Federal Reserve Banks*. Il tutto fu accompagnato dalla creazione di istituzioni come il FOMC che adempiessero al compito di fungere da raccordo fra centro e periferia.

L'impianto giuridico e funzionale della Fed, dopo le due suddette manovre di riforma, si stabilizzò definitivamente, mantenendosi nella sostanza quello che conosciamo tutt'oggi,

---

<sup>52</sup>Cfr. V. C. Kindleberger, *La grande depressione nel mondo*, op. cit.

<sup>53</sup>Il *bank run*, in italiano "corsa agli sportelli", è tipico di molte crisi finanziarie, e deriva dal timore che la banca in questione diventi insolvente. Si tratta di una reazione, insomma, che nasce dalla sfiducia nella solidità di un istituto.

eccezion fatta per la funzione monetaria, ambito in cui la Fed ha guadagnato, tramite altre riforme implementate negli anni, ulteriore grado di indipendenza.

Quella che è stata tracciata in queste righe è l'evoluzione di un sistema atipico, unico nel suo genere, sostenitore contemporaneamente di istanze pubblicistiche e privatistiche, federali e unitarie, indipendenti e statali. Bisogna giocoforza apprezzare l'equilibrio - tutt'altro che scontato - con il quale tutte queste pulsioni sono state incanalate nel *Federal Reserve System*, un castello quanto mai elaborato e complesso, figlio di tentativi, fallimenti, studi e discordie.

### 1.2.2 Struttura e composizione della Fed

Il *Federal Reserve Act*, coadiuvato dalle leggi bancarie emanate fra il 1933 e il 1935, attribuì al *Federal Reserve System* la qualifica di sistema amministrativo dotato di alto grado di indipendenza, comandato al vertice dal *Board of Governors*.

Il suddetto atto, inoltre, prevedeva l'istituzione di minimo 8 e massimo 12 banche distrettuali; si è optato per una suddivisione del territorio in 12 distretti, facenti capo alle città di Atlanta, Boston, Chicago, Cincinnati, Dallas, Kansas City, Minneapolis, New York, Philadelphia, Richmond, St. Louis e San Francisco, chiaramente non coincidenti con le frontiere territoriali in cui sono organizzati gli Stati Uniti. Tale suddivisione, operata nel 1914, fu effettuata esclusivamente in base alle preferenze espresse dalle circa 5000 banche commerciali aderenti al sistema.

L'organo posto al vertice della piramide organizzativa del *Federal Reserve System* è il *Board of Governors*, intitolato così negli anni '30, abbandonando l'appellativo di *Federal Reserve Board*.

Il *Federal Reserve Board of Governors*, avente sede operativa a Washington, iniziò ufficialmente le proprie operazioni il 10 agosto 1914. Inizialmente, il Consiglio era composto da cinque membri, incluso il Segretario del Tesoro degli Stati Uniti, il *Comptroller of the Currency* (responsabile della supervisione delle banche nazionali) e tre membri designati dal Presidente, detentori di un mandato decennale non rinnovabile.

Tale organo fu fortemente rivisitato pochi anni più tardi, in ottemperanza alle disposizioni del *Banking Act* del 1935, che apportò significativi cambiamenti nella struttura del *Federal Reserve Board*. Il numero di membri, infatti, fu aumentato a sette, nominati dal Presidente degli Stati

Uniti, con una dilatazione della carica del mandato fino a 14 anni, e il *Comptroller of the Currency* fu rimosso dalla composizione.

Da ogni distretto può provenire, per legge, un solo governatore; il Presidente del Board, selezionato fra i sette componenti dell'organo da parte del Presidente degli Stati Uniti, rimane in carica per una durata massima di 4 anni.

Fra le mansioni principali del *Board*<sup>54</sup> annoveriamo quella di formulare la politica monetaria del sistema; a tale funzione si aggiungono l'obbligo di regolare, supervisionare e disciplinare - tramite un controllo prudenziale - l'attività delle singole *Federal Reserve Banks* e delle *holding* bancarie, coordinare le operazioni all'estero delle banche del sistema e delle banche estere nei diversi Stati federali, partecipare al processo decisionale circa le operazioni di mercato aperto e gestire i servizi bancari internazionali e il circuito dei pagamenti all'interno del paese, garantendone il buon funzionamento e lo sviluppo. Inoltre, ha voce in capitolo circa il livello del tasso di sconto e la gestione dell'emissione di contante nel sistema monetario.

I membri del *Board* sono contemporaneamente membri del FOMC, e ivi detengono potere decisionale prevalente - in termini di ponderazione dei voti - rispetto ai presidenti delle banche di Riserva federale: ciò determina, in casi di crisi, un predominio della componente centrale rispetto alle istanze regionali.

Al fianco del *Board* troviamo il *Federal Open Market Committee* (FOMC), gerarchicamente equiparabile al primo, ma più difficilmente inquadrabile all'interno dell'intero ecosistema bancario americano.

Come accennato poc'anzi, il FOMC è composto dai sette *Governors*, dal Presidente della *Federal Reserve Bank* di New York (che vi risiede stabilmente) e dai presidenti di altre quattro diverse *Federal Reserve Banks* (che si avvicendano), mentre gli altri sette presidenti partecipano alle riunioni, senza essere detentori di diritto di voto.

Da prassi, ottengono la nomina di presidente e vicepresidente del FOMC rispettivamente il presidente del *Board of Governors* ed il presidente della *Federal Reserve Bank* di New York.

---

<sup>54</sup>Nello specifico, le mansioni principali poste in capo al *Board* si sono affinate nel tempo tramite il concomitante perfezionamento degli strumenti di gestione monetaria e finanziaria, più che tramite le originarie disposizioni legislative.

Il ruolo del FOMC si sostanzia prevalentemente nella direzione delle operazioni di mercato aperto, ovvero dello strumento usato dalla Fed per gestire e modificare il livello complessivo di moneta e credito nel sistema.

A livello statutario, il FOMC ha l'obbligo di riunirsi almeno quattro volte in un anno a Washington, e definire la politica da seguire nell'intervallo di tempo che intercorre tra due riunioni successive; le decisioni prese da questo organo di basano su tre perni delle previsioni dell'economia americana, quali:

- il *Green Book*;
- il *Blue Book*<sup>55</sup>;
- il *Beige Book*,

redatti dallo staff della *Federal Reserve Bank*.

A partire dal 1981 sono stati stabiliti otto incontri per anno, ai quali possono aggiungersi riunioni straordinarie indette in particolari circostanze. Il *Board of Governors* ha l'obbligo di redigere un resoconto annuale da consegnare al Congresso circa tutte le azioni poste in essere dalla Commissione e, due volte l'anno, una relazione firmata dal presidente della FOMC circa la situazione economica e l'attuazione della politica monetaria.

Le banche distrettuali, ovvero le *Federal Reserve Banks*, sono guidate da un presidente (prima degli anni '30 le banche distrettuali erano guidate da due funzionari: un agente e un governatore), che viene nominato da un consiglio di amministrazione (il *Board of Directors*), a sua volta composto da nove membri - selezionati per rappresentare vari interessi bancari, commerciali e pubblici del distretto – aventi mandato di tre anni, che condividono la responsabilità di riferire alle banche distrettuali la situazione sulle condizioni economiche nella regione.

Il criterio di nomina dei membri del *Board of Directors* di ciascuna delle 12 *Federal Reserve Banks* asseconda l'esigenza di rappresentanza di tutte le categorie sociali; di fatti, è possibile distinguere fra tre diverse classi di appartenenza:

---

<sup>55</sup>In particolare, in questo dossier sono espone le prospettive sull'evoluzione degli scenari monetari e creditizi.

- classe A: tre direttori provengono dalle banche commerciali aderenti al sistema, nonché detentrici di azioni<sup>56</sup>;
- classe B: le banche nominano altri tre direttori, garanti della rappresentanza dell'interesse pubblico di diverse categorie economiche e sociali;
- classe C: gli ultimi tre direttori vengono nominati dal *Board of Governors* e sono posti in rappresentanza di istanze simili<sup>57</sup> a quelle garantite dai direttori appartenenti alla classe B. I direttori della classe C, inoltre, sono depositari dell'incarico di nomina del Presidente del consiglio di amministrazione della *Federal Reserve Bank*.

A livello operativo, le 12 banche distrettuali stabiliscono il tasso di sconto (poi sottoposto all'approvazione del *Board of Governors*), e decidono in materia di erogazione del credito, stabilendo quali banche abbiano i requisiti per ottenere prestiti dalle *Federal Reserve Banks*.

Come già evidenziato, tutte le banche commerciali a livello nazionale sono tenute a far parte del Sistema della *Federal Reserve*, mentre le banche statali mantengono il possesso dell'opzione di non aderire.

Le prime fungono da tramite fra l'alto sistema monetario e l'apparato bancario; le banche statali, invece, conservano libertà di autodeterminazione circa l'affiliazione al *Federal Reserve System*, e sono soggette al soddisfacimento di determinati prerequisiti circa l'ammontare di capitale detenuto, come evidenziato nell'atto costitutivo della Fed. La *ratio* di questa norma risiede nel far controllare alla Fed il 70% dei depositi bancari.

In linea generale, gli oneri e i doveri implicati dall'essere un ingranaggio del *Federal Reserve System* possono essere così sintetizzati:

- sottostare al controllo della *Federal Reserve Bank* del proprio distretto;
- sottoscrivere il capitale di quest'ultima per un ammontare pari al 6% del proprio capitale<sup>58</sup>;
- agire in ottemperanza al regolamento bancario vigente;
- possedere un ammontare minimo di riserve.

---

<sup>56</sup>Ogni *Federal Reserve Bank* è costituita in forma di società per azioni, ed esercita funzioni pubbliche pur essendo di proprietà delle banche private aderenti al *Federal Reserve System*.

<sup>57</sup>Ciò spiega l'incompatibilità fra la carica di direttore e la funzione di impiegato bancario.

<sup>58</sup>Ciò comunque non implica funzioni decisionali o direzionali, in quanto la proprietà di capitale non implica diritto di voto, ma solo la possibilità di nominare i direttori.

Infine, si annoverano tre commissioni consultive, che esplicano le proprie funzioni nei confronti del *Board* rispetto agli interessi dei rispettivi soggetti rappresentati. Queste sono:

- il *Federal Advisory Committee*, composto da 12 membri, nominati dai consigli di amministrazione delle 12 banche federali. Fra le tre commissioni consultive, è l'unica originariamente prevista all'interno del *Federal Reserve Act* del 1913; può richiedere chiarimenti al *Board* circa diversi interventi di politica monetaria, quali, ad esempio, operazioni di mercato aperto, fissazione del tasso di sconto o operazioni di risconto;
- il *Thrift Institutions Advisory Council*, istituito nel 1980, è composto da rappresentanti delle casse di risparmio, e assolve a una funzione simile rispetto a quella ricoperta del *Federal Advisory Committee*, che si sostanzia nel veicolare le esigenze e gli impulsi provenienti dal mondo bancario agli alti organi decisionali del sistema;
- il *Consumer Advisory Council*, composto da 30 membri, garantisce un peso normativo nei confronti degli interessi dei consumatori dell'industria finanziaria.

### 1.2.3 *Policy e governance* della Fed

Per comprendere, fin dalle sue origini, i principali obiettivi che hanno guidato nel corso degli anni la *governance* della Fed, è necessario partire dall'enunciazione preambolica del *Federal Reserve Act*, nella quale si affrontarono i principali problemi pratici che all'epoca affliggevano il sistema bancario del paese:

*“To provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes.”*

La prima proposizione, *“To provide for the establishment of Federal reserve banks”*, indicava l'intenzione di istituire una serie di banche centrali regionali, le *Federal Reserve Banks*, con il compito, come è stato visto in precedenza, di agire come istituzioni finanziarie di supporto al sistema bancario degli Stati Uniti. Rispetto alle successive proposizioni, la prima poneva l'accento su un fattore puramente strutturale, ovvero sull'architettura da conferire all'intero sistema, per poter poi aver modo di applicare le successive istanze in temi di gestione del credito, di operazioni finanziarie e di vigilanza.

Secondo tale prospettiva è possibile interpretare l'istanza di politica monetaria legata al controllo della liquidità iniettata nel sistema americano, rappresentata dall'espressione "*To furnish an elastic currency*": in questo caso, il *Federal Reserve Act* alludeva all'obiettivo di fornire una valuta flessibile e adeguata alle esigenze dell'economia, la cui quantità posta in circolazione sarebbe dovuta essere regolata dalla *Federal Reserve*, con la finalità di evitare le eccessive fluttuazioni economiche e la deregolamentazione valutaria che avevano indotto a rendere i panici bancari una consuetudine sul suolo degli Stati Uniti d'America.

Per quanto riguarda l'assetto puramente finanziario, la proposizione "*To afford means of rediscounting<sup>59</sup> commercial paper*" allude alla facoltà posta in capo alla *Federal Reserve* di consentire alle banche di ottenere finanziamenti riscontando (ossia cedendo a pagamento anticipato) i loro crediti commerciali, quali ad esempio le cambiali, presso la *Federal Reserve Banks*. Questo meccanismo avrebbe aiutato le banche ad ottenere agevolmente liquidità in momenti di necessità, senza dover tassativamente ricorrere alla vendita di titoli sul mercato aperto.

A livello di vigilanza macroprudenziale, al *Federal Reserve System* era affidato, tramite la proposizione "*To establish a more effective supervision of banking in the United States*", un obiettivo totalizzante, che ponderava un corposo miglioramento in senso lato circa la supervisione e la regolamentazione del sistema bancario degli Stati Uniti, troppo spesso soggetto a carenze di liquidità e panici bancari, figli della lacunosa interpretazione di cosa fosse un'efficace struttura di vigilanza. La creazione della *Federal Reserve* avrebbe accorpato nella centralizzazione del sistema un diagramma che, tramite l'irradiazione del proprio controllo (coadiuvato dalle *Federal Reserve Banks*) verso tutti gli anfratti periferici, avrebbe garantito quella stabilizzazione che fino ad allora era mancata.

Infine, le disposizioni del *Federal Reserve Act* glissavano sulle argomentazioni statutarie tramite l'enunciazione "*And for other purposes*", che può essere a tutti gli effetti considerata una riserva finalizzata a evidenziare l'apertura, nel corso degli anni, ad accogliere istanze che avrebbero potuto correggere la mira del trattato iniziale.

---

<sup>59</sup>Nello specifico, il "*rediscounting*" si riferisce alla pratica attraverso cui le banche possono presentare i titoli di debito (come i *commercial paper*, titoli a breve termine emessi dalle aziende per raccogliere fondi rapidamente per le loro attività commerciali) che detengono, presentandoli come garanzia alla banca centrale (nel caso degli Stati Uniti, proprio la *Federal Reserve*) e ottenere in cambio liquidità, spesso a un tasso di interesse preferenziale.

## LA GENESI DEL MANDATO DUALE

L'evoluzione della *policy* che avrebbe dovuto costituire lo spettro d'azione della Fed ricevette un nuovo, significativo impulso nel 1946, una volta culminata la Seconda Guerra Mondiale.

Il Congresso, proprio in quell'anno, approvò l'*Employment Act* (Atto sull'Occupazione), dopo aver appreso quanto l'economia degli Stati Uniti fosse in grado di produrre beni e servizi a livelli molto superiori rispetto a quanto le imprese e i responsabili delle politiche pensavano fosse possibile nel 1940.

Il quesito di cui il Congresso iniziò a discutere nel 1945 riguardava il ruolo che il governo federale avrebbe potuto e dovuto svolgere per riuscire a mantenere determinati livelli di produzione e occupazione, interrogandosi sul come poter integrare questi obiettivi, a livello legislativo, all'interno del *Federal Reserve System*.

La legislazione originale, intitolata "*Full Employment Bill of 1945*" (Legge sull'Occupazione Completa del 1945), stabiliva un obiettivo ambizioso, che affermava: "*Tutti gli americani in grado di lavorare e alla ricerca di lavoro hanno il diritto a un'occupazione utile, retributiva, regolare e a tempo pieno, ed è politica degli Stati Uniti assicurare l'esistenza in ogni momento di opportunità di lavoro sufficienti per consentire a tutti gli americani che hanno terminato la loro istruzione e che non hanno responsabilità di gestione domestica a tempo pieno di esercitare liberamente questo diritto.*"<sup>60</sup>

Fu posta, dunque, una prima pietra miliare verso un obiettivo ormai conclamato: la piena occupazione.

L'*Employment Act* del 1946 costituì il prendere forma di questa ideologia nella propria veste definitiva, recitando:

*"Il Congresso dichiara che è politica e responsabilità continua del Governo Federale utilizzare tutti i mezzi praticabili coerenti con le sue necessità, obblighi e altre considerazioni essenziali della politica nazionale, con l'assistenza e la collaborazione dell'industria, dell'agricoltura, del lavoro e dei governi statali e locali, coordinare e utilizzare tutti i suoi piani, funzioni e risorse allo scopo di creare e mantenere, in modo calcolato per favorire e promuovere l'impresa libera e competitiva e il benessere generale, condizioni in cui saranno offerte opportunità di lavoro*

---

<sup>60</sup>States., U. (1945). *Full Employment Bill of 1945*, testo trad.

*utili, compreso il lavoro autonomo, per coloro che sono in grado, disposti e alla ricerca di lavoro, e promuovere il massimo impiego, produzione e potere d'acquisto."*<sup>61</sup>

Il primo passo per conseguire nella prassi quanto enunciato fu l'istituzione di un organo deputato nello specifico a timonare una politica macroeconomica coerente. Ciò corrispose all'istituzione del *Council of Economic Advisors*, creato "*per valutare i programmi e le attività del Governo... e formulare e raccomandare la politica economica nazionale per promuovere l'occupazione, la produzione e il potere d'acquisto nell'ambito dell'impresa libera e competitiva.*"<sup>62</sup>

Nonostante ciò, gli obiettivi propugnati dall'*Employment Act* erano avvolti da un manto di grigiore per via della forte mancanza di dettami pratici che tracciassero i binari in termini quantitativi, lasciando sovente spazio alle interpretazioni del Congresso e del presidente, come esemplificato da ciò che accadde durante i mandati di Truman<sup>63</sup> ed Eisenhower<sup>64</sup>.

Questa situazione fu interrotta solo nel 1961, quando -su raccomandazione del senatore del Minnesota Hubert Humphrey- il presidente Kennedy nominò il professore Walter Heller, allora insegnante presso l'Università del Minnesota, capo del *Council of Economic Advisors*.

Heller importò all'interno di questo organismo una nuova prospettiva di pensiero, tramutando un ufficio sovrastato dalla burocrazia e dall'analisi di dati e modelli teorici in un polo dotato di una sua indipendenza di pensiero, nonché dotato di un nuovo sentimento di consapevolezza che concretizzasse una visione in cui la politica economica potesse assumere un ruolo centrale e trainante negli schemi governativi, passando da dottrina teorica passiva a scienza economica attiva.

Heller stesso anni dopo scrisse: "*sotto i presidenti Kennedy e Johnson ci fu un cambiamento nell'attenzione delle politiche dall'attenuazione delle oscillazioni del ciclo economico al raggiungimento del potenziale di piena occupazione dell'economia. Non era sufficiente invertire semplicemente le recessioni e moderare le espansioni. Il successo doveva essere misurato in termini di colpire un obiettivo in movimento, ovvero il crescente potenziale di piena*

---

<sup>61</sup>States., U. (1946). *The Employment Act of 1946*, testo trad.

<sup>62</sup>States., U. (1946). *The Employment Act of 1946*, testo trad.

<sup>63</sup>Fu presidente dal 1945 al 1953.

<sup>64</sup>Fu presidente dal 1953 al 1961.

*occupazione dell'economia. L'obiettivo era ridurre il divario tra produzione effettiva e potenziale senza scatenare l'inflazione.*"<sup>65</sup>

Del resto, la situazione quasi idilliaca illustrata da Heller era giustificata dalla fase espansiva che stava attraversando l'economia americana, come evidenziato dagli incredibili dati registrati dal *National Bureau of Economic Research*<sup>66</sup> nel lasso di tempo fra il 1960 e il 1969 (Heller fu a capo del *Council of Economic Advisors* dal 1961 al 1964).

A partire dalla fine degli anni '60, e continuando fino ai primi anni '80, sia l'inflazione che la disoccupazione però aumentarono, destando lo scalpore della maggioranza degli economisti, Heller compreso, che assistettero increduli al ribaltamento del sentiero tracciato pochi anni prima dalla curva di Phillips<sup>67</sup>, teoria basata sull'esistenza di un compromesso stabile tra inflazione e disoccupazione. In particolare, all'inizio degli anni '70 l'inflazione continuò a salire vertiginosamente, senza essere affiancata da una corrispettiva diminuzione della disoccupazione.

La svolta fu rappresentata dal ritorno in senato nel 1971 di Hubert Humphrey, avvenuto dopo la candidatura alle elezioni presidenziali del 1968, che lo videro uscire sconfitto dal confronto con Nixon. Egli prese incarico all'interno del *Joint Economic Committee*, istituzione poco blasonata nella quale Humphrey riuscì a godere di ampi margini di manovra per esaminare rapporti economici ormai astrusi, documenti e studi obsoleti, prospettive di crescita economica piatte e superficiali... ponendo l'attenzione sulla disoccupazione, sui deficit, sul drenaggio del dollaro, sulla mancanza di disciplina monetaria dell'amministrazione e sulle politiche fiscali, valutando che in materia di tutti questi argomenti servisse una profonda ristrutturazione dell'*Employment Act*.

Fu così che Humphrey, insieme al suo collega della Camera Augustus Hawkins, decise di porre l'accento su un'istituzione che era stata esclusa dall'*Employment Act* originale: la *Federal Reserve*. L'obiettivo era quello di chiarire una volta per tutte gli obiettivi che avrebbero dovuto

---

<sup>65</sup>Walter W. Heller, "*Kennedy Economics Revisited*," in *Economics in the Public Service*, p. 238, 1982).

<sup>66</sup>Cfr. <https://www.nber.org/research/data/us-business-cycle-expansions-and-contractions>

<sup>67</sup>Negli anni '70 molti paesi sperimentarono elevati livelli di inflazione e disoccupazione, fenomeno noto sotto il termine di stagflazione. Le teorie basate sulla curva di Phillips (che affermava l'esistenza di una relazione inversa tra il tasso di inflazione e il tasso di disoccupazione, con un aumento della disoccupazione che risulta correlato a un relativo decremento del saggio dei prezzi e viceversa) non erano quindi in grado di giustificare tale osservazione, e la curva di Phillips divenne oggetto di attacchi da parte di un gruppo di economisti, guidato da Milton Friedman, secondo i quali il fallimento delle politiche basate sullo studio di Phillips richiedesse il ritorno a politiche economiche non interventiste, di libero mercato.

essere raggiunti sotto l'egida della Fed, l'unica istituzione dotata dei poteri necessari per poter attuare delle precise azioni volte al perseguimento di una determinata politica monetaria.

La loro legislazione, firmata dal presidente Jimmy Carter e conosciuta formalmente come *Full Employment and Balanced Growth Act of 1978*, ma comunemente come *Humphrey-Hawkins Full Employment Act*, modificava sia l'*Employment Act* che il *Federal Reserve Act* del 1935. La legge incaricava la *Federal Reserve* di mantenere l'occupazione massima e i prezzi stabili tramite il mantenimento di un basso tasso di inflazione. Richiedeva inoltre al presidente della *Federal Reserve* di presentare relazioni sulla politica monetaria al *Joint Economic Committee* due volte l'anno.

Il *target* principale dell'atto è condensato nella seguente proposizione: “*to assert the responsibility of the Federal Government to use all practicable programs and policies to promote full employment, production, and real income, balanced growth, adequate productivity growth, proper attention to national priorities, and reasonable price stability.*”

Dunque, vengono definiti i 6 diversi obiettivi che la Fed ha l'obbligo di perseguire, senza affermare l'esistenza di una scala gerarchica fra di essi, che sono:

1. la stabilità dei prezzi;
2. un elevato livello occupazionale;
3. un tasso di crescita sostenuto dell'attività economica;
4. la stabilità del sistema finanziario, sia in termini di macroeconomici (stabilità dei mercati) che di microeconomici (stabilità delle singole istituzioni che operano nei mercati);
5. la riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine, dato che da tali variabili dipendono le scelte di investimento e molte scelte di consumo degli operatori economici;
6. la stabilità del mercato valutario, dato che oscillazioni troppo ampie del tasso di cambio, dato che oscillazioni troppo ampie del dollaro incidono negativamente con gli scambi sia commerciali sia finanziari con l'estero, che sono ritenuti fondamentali per il benessere della nazione.

Il focus sull'occupazione e sull'inflazione ha generato la qualifica di doppio mandato posto in capo alla Fed, ed è proprio questo assetto peculiare che la distingue dalla maggior parte delle altre banche centrali, come la Banca Centrale Europea.

L'*Humphrey-Hawkins*, del resto, richiede alla Fed di stabilire la politica monetaria in modo da mantenere sia il tasso di inflazione che il tasso di disoccupazione bassi e stabili, senza prevedere una misura quantitativa degli obiettivi. Ciò discende dalla volontà di concedere alla Fed un ampio raggio di indipendenza di manovra e di flessibilità *mutatis mutandis*, per poter implementare misure correttive che si adeguino alle rispettive contingenze senza dover sottostare a vincoli parametrali.

Dal 1983 al 2007, il doppio mandato è stato così efficace che quel periodo è stato definito "*Great Moderation*", con l'inflazione che è stata in media del 2,5% all'anno nel periodo e la disoccupazione che ha oscillato molto meno rispetto al passato, rimanendo intorno al 5% durante il periodo.

#### 1.2.4 Misure di politica monetaria utilizzate dalla Fed

La *Federal Reserve*, similmente a quanto fatto dalla Banca Centrale Europea, utilizza una serie di strumenti convenzionali di politica monetaria per influenzare l'offerta di moneta, i tassi di interesse e le condizioni finanziarie dell'economia.

In particolare, si avvale prevalentemente di quattro diversi strumenti:

- le operazioni di mercato aperto;
- le operazioni di prestito;
- le riserve obbligate;
- gli interessi pagati sulle riserve.

Tali operazioni, a differenza di quanto avviene nel SEBC, vengono effettuate quotidianamente per mantenere il livello del *federal funds rate* adeguato al *target rate* stabilito nelle riunioni dalla FOMC, la quale assume le decisioni in merito alla politica monetaria riunendosi periodicamente per valutare le condizioni economiche e decidere sulle misure da adottare.

#### 1.2.4.1 Le operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto sono uno dei principali strumenti di politica monetaria utilizzati dalla Fed per influenzare l'offerta di moneta e soprattutto i tassi di interesse (infatti, se la Fed acquista titoli, l'offerta di riserve bancarie aumenta e questo può spingere al ribasso il tasso dei fondi federali, ovvero il tasso di interesse al quale le banche si prestano denaro a vicenda, mentre una riduzione dei tassi di interesse può incentivare gli investimenti e la spesa, stimolando l'attività economica), e coinvolgono l'acquisto o la vendita di titoli governativi<sup>68</sup> o titoli di enti pubblici (in particolare *Treasury bill*<sup>69</sup>) sul mercato aperto.

E' doveroso applicare una distinzione preliminare fra le operazioni dinamiche di mercato aperto, aventi l'obiettivo di modificare il livello delle riserve, e le operazioni difensive di mercato aperto, adite a compensare le deviazioni di altri fattori che incidono sulla base monetaria.

Un'ulteriore distinzione deve essere applicata fra le operazioni temporanee e le operazioni definitive di mercato aperto. Le prime rappresentano lo strumento più utilizzato dalla Fed per incidere sull'ammontare delle riserve del sistema bancario, e si distinguono in:

- accordi di riacquisto (*repurchase agreement*, spesso chiamati *repo*), tramite i quali la Fed acquista titoli sottoposti al vincolo di riacquisto da parte del venditore entro un determinato lasso di tempo<sup>70</sup>. Queste operazioni vengono spesso utilizzate per regolare temporaneamente la liquidità nel sistema finanziario;
- transazioni di vendita-acquisto abbinate (*matched-sale/purchase*, spesso chiamate *reverse repo*), che si sostanziano in operazioni esattamente opposte alle *repo*: la Fed vende titoli e l'acquirente garantisce di rivenderglieli entro un determinato lasso di tempo. Questo tipo di operazione aiuta la Fed a rimuovere temporaneamente l'eccesso di liquidità dal sistema.

---

<sup>68</sup>La maggior parte delle operazioni di mercato aperto vengono condotte in titoli di Stato, in quanto si tratta di *asset* estremamente liquidi, il cui volume di scambio è sufficientemente robusto da assorbire le potenziali eccessive fluttuazioni dei prezzi.

<sup>69</sup>I *Treasury Bill*, o *T-Bill*, sono obbligazioni statali che vengono comprate a un prezzo scontato dal prezzo pagabile alla scadenza; sono emessi a un prezzo minimo di 10 mila euro.

<sup>70</sup>Da uno a quindici giorni.

Le operazioni di mercato aperto effettuate a titolo definitivo prendono il nome di *outright purchases/sales* e avvengono mediante l'acquisto o la vendita definitiva di titoli di Stato o altre obbligazioni con cedola.

#### 1.2.4.2 Le operazioni di prestito

Il secondo strumento di politica monetaria è rappresentato dall'offerta a prestito di riserve alle banche, che avviene tramite la struttura del *discount window* e dalla conseguente determinazione del tasso di sconto per tali riserve.

È possibile applicare una distinzione fra una linea di credito primaria, secondaria e stagionale.

Il credito primario riguarda le banche solide, considerate sane: ad esse è concesso prendere a prestito l'ammontare desiderato a scadenze molto brevi, solitamente *overnight*. Il tasso di interesse applicato su tali prestiti è il tasso di sconto, e viene fissato in genere sempre in modo leggermente più alto del *federal funds rate* di 100 punti base, per fare in modo che le banche ricorrano al prestito interbancario, anche in modo tale che si controllino reciprocamente circa il rischio di credito.

Il significato della struttura del *discount window* è quello di essere una fonte di liquidità per le banche sane, mentre il tasso di sconto applicato rappresenta un limite superiore per il *federal funds rate* affinché quest'ultimo non salga mai eccessivamente al di sopra dell'obiettivo stabilito dal FOMC<sup>71</sup>.

La seconda linea di credito viene invece concessa alle banche che si trovano ad affrontare dissesti finanziari e problemi di liquidità, e perciò il tasso di interesse applicato alle linee di credito secondario è posto al di sopra del tasso di sconto di 50 punti base, riflettendo la penalità da espiare per via della situazione poco sana.

Il credito stagionale viene concesso per accogliere le esigenze di un ristretto numero di piccole banche, e il tasso di interesse applicato a questo corridoio è vincolato alla media dei tassi dei *federal funds* e dei certificati di deposito.

---

<sup>71</sup>Se anche la domanda di riserve è soggetta a un aumento inaspettato, il tasso di equilibrio del mercato *overnight* rimarrà al suo livello, dal momento che le riserve prese in prestito continueranno a crescere e il tasso dei *federal funds* non potrà aumentare ulteriormente.

Infine, è giusto ricordare che le operazioni di prestito a tasso di sconto possono anche essere utilizzate per prevenire episodi di panico bancario, molto frequenti in America cavallo fra '800 e '900.

Fu così che in origine alla Fed fu conferito il ruolo di prestatore di ultima istanza, per evitare che i fallimenti bancari si propagassero a tutto il sistema. Durante la Grande depressione lo strumento del prestito a sconto non fu utilizzato correttamente dalla Fed, che lo iniziò a gestire in maniera oculata solo in seconda battuta, soprattutto nel periodo immediatamente successivo alla Seconda guerra mondiale.

Il ruolo di prestatore di ultima istanza è fondamentale nonostante la presenza del *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), dal momento che quest'ultimo assicura i depositi fino a un massimo di 250.000 \$, ma si tratta - del resto - solo dell'1% dell'ammontare dell'importo complessivo di tutti i conti correnti. Dunque, se un fallimento si propagasse all'intero sistema, il FDIC non sarebbe assolutamente in grado di coprire tutte le perdite.

Il costo comportato dal fatto che la Fed sia prestatore di ultima istanza ha creato però un problema di azzardo morale, generando la sindrome del *too big to fail*<sup>72</sup>, che spiega il perché la Fed debba sempre ponderare accuratamente l'ammontare degli aiuti concessi.

#### *1.2.4.3 La riserva obbligatoria*

Un ulteriore strumento di politica monetaria è rappresentato dalle riserve obbligatorie che le banche devono detenere presso la Fed. Quest'ultima ha fissato, tramite il *Deregulation and Monetary Control Act* del 1980, uno schema di determinazione della riserva obbligatoria da detenere rispetto al totale dei depositi effettuati presso la banca: le riserve obbligatorie sui depositi in conto corrente sono pari allo 0% dei primi 15,2 milioni di dollari; sono pari al 3% dai 15,2 ai 110,2 milioni e al 10% oltre i 110,2 milioni. Quest'ultima percentuale può essere variata tra l'8 e il 14% a discrezione della Fed, fino ad arrivare in circostanze straordinarie al 18%.

---

<sup>72</sup>Espressione con cui ci si riferisce ad aziende (solitamente operanti nel settore bancario o d'investimento privato) considerate di interesse tanto rilevante da non poter essere abbandonate alla propria sorte in caso di ipotesi di fallimento.

Aumentando il livello delle riserve, diminuisce la base monetaria e l'offerta di moneta, e ciò fa aumentare la domanda di riserve da parte delle banche e di conseguenza il livello del *federal funds rate* aumenta. Ancora, aumentare o ridurre questo requisito può influenzare la capacità delle banche di concedere prestiti e creare moneta.

L'innalzamento del livello delle riserve obbligatorie può causare forti problemi di liquidità immediata a molte banche, tanto che la Fed - nei rari casi in cui abbia fatto ricorso a questo tipo di operazione - ha dovuto attenuare l'impatto rendendo maggiormente disponibile il prestito a sconto.

Per via di questi motivi le riserve obbligatorie sono uno strumento di politica monetaria raramente utilizzato.

#### LA DETERMINAZIONE DEL *FEDERAL FUNDS RATE*

Proprio sul mercato delle riserve è determinato il *federal funds rate*. L'equilibrio sul mercato delle riserve bancarie in America, del resto, può essere descritto tramite le seguenti equazioni:

$$R_s = NBR + BR$$

$$R_d = ROB + ER$$

$$R_d = R_s$$

Come è possibile notare, il lato dell'offerta è uguale alla somma delle *borrowed reserve*<sup>73</sup> + *non-borrowed reserve*<sup>74</sup>, mentre il lato della domanda è uguale alla riserva obbligatoria + le riserve in eccesso.

Si configura così una situazione in cui l'inclinazione della curva di domanda sarà negativa rispetto al tasso di interesse, dal momento che al crescere di quest'ultimo alle banche converrà investire la propria liquidità piuttosto che detenerla. Nell'ipotesi in cui si ritenessero costanti tutte le altre variabili, è possibile osservare che:

- all'aumentare del *federal funds rate* al di sopra del tasso pagato sulle riserve in eccesso (ER), il costo opportunità derivante dalla detenzione di tali riserve aumenta e, di conseguenza, le banche reagiranno diminuendone la quantità;

---

<sup>73</sup>Riserve offerte dalla Fed alle banche attraverso una linea di credito («discount window») e sulle quali le banche pagano alla Fed un prezzo pari al tasso di sconto (id).

<sup>74</sup>Riserve offerte mediante le operazioni di mercato aperto, prevalentemente pronti contro termine.

- al diminuire del *federal funds rate* al di sotto del tasso pagato sulle riserve in eccesso, il costo opportunità di detenere tali riserve sarà inferiore e pertanto le banche saranno più inclini a detenerne in quantità maggiore; la curva di domanda di riserve non sarà più negativa, ma orizzontale.

La curva dell'offerta di riserve, anche per via della politica di remunerazione in eccesso avviata dall'autunno del 2008, è determinata dal livello del *federal funds rate*:

- se si stabilizza al di sotto del tasso di interesse sulle riserve prese a prestito, allora nessuna banca avrà incentivo a prendere a prestito dalla Fed, azzerando così le riserve a prestito: ciò accade dal momento che sarebbe meno oneroso prendere a prestito sul mercato interbancario pagando un costo pari al *federal funds rate*;
- viceversa, se il *federal funds rate* aumenta a un livello superiore rispetto al tasso di sconto, le banche saranno incentivate a prendere a prestito il maggior ammontare possibile dalla banca centrale.

E' quindi possibile derivare il punto di equilibrio del *federal funds rate* come un punto di ottimo, che viene raggiunto meccanicamente nelle due situazioni discostanti che si potrebbero creare:

- se il tasso fosse al di sopra del punto di equilibrio si verificherebbe sul mercato un eccesso di riserve dal lato dell'offerta, con la conseguenza che sarebbero fornite al mercato più riserve rispetto a quelle domandate, inducendo una riduzione del tasso fino al suo livello di equilibrio;
- viceversa, nel caso in cui il tasso fosse inferiore a quello di equilibrio, si verificherebbe una situazione di eccesso di domanda di riserve, che farebbe innalzare il *federal funds rate* verso il suo livello di equilibrio.

#### 1.2.4.4 Interessi sulle riserve

Infine, l'ultimo strumento, istituito nel 2008, concerne il tasso di interesse offerto sulle riserve in eccesso detenute presso la Fed, con quest'ultima che lo fissa al di sotto del *target* del *federal funds rate* al fine di fissare un limite inferiore per assicurare che il *funds rate* non scenda al di sotto del *target* prefissato.

Questo tipo di operazione di politica monetaria è stato molto utilizzato nel periodo post-crisi per drenare le riserve in eccesso dal sistema bancario.

## CAPITOLO II – POLITICHE MONETARIE

### 2.1 L'avvento del COVID-19

Le banche centrali delle economie avanzate hanno utilizzato un'ampia gamma di strumenti per sostenere le proprie economie e i sistemi finanziari durante la pandemia da COVID-19; come accennato nel precedente capitolo, alcune misure si sono sostanziate nell'implementazione degli strumenti standard già utilizzati durante la grande crisi finanziaria globale del biennio 2007-2008, mentre altre misure hanno rappresentato dei veri e propri schemi innovativi, plasmati su misura per affrontare quanto più efficacemente possibile la situazione corrente. La velocità con cui questi strumenti sono stati implementati e la portata del loro utilizzo non ha precedenti, e la tempestività dell'entrata in vigore di questi ultimi ha contribuito in maniera massiccia a ripristinare il funzionamento dei mercati finanziari, ad abbassare rapidamente i tassi di interesse e a sostenere il flusso del credito.

La *ratio* che ha guidato gli interventi operati dalle banche centrali in risposta alla pandemia, sebbene sia difficile da inquadrare per via dell'imprevedibilità della contingenza, altro non è che un riflesso del tentativo di salvaguardare le proprie economie nel breve periodo, senza perdere di vista i propri mandati nel medio-lungo termine: il *dictat* era quello di raggiungere i propri obiettivi di occupazione e inflazione agevolando le condizioni finanziarie per sostenere le proprie economie, mentre queste affrontavano un significativo *shock* della domanda. A tal proposito, è possibile scindere le politiche che sono state implementate dalle banche centrali in due diverse fasi, accomunate da una sovrapposizione che ne ha rafforzato gli effetti: in primo luogo, gli strumenti utilizzati rispondevano all'esigenza di ripristinare il funzionamento dei mercati per rimediare alla stretta delle condizioni finanziarie, supportando la trasmissione della politica monetaria; in seconda battuta, si è mirato ad ammortizzare gli effetti del grave *shock* subito dalla domanda, abbassando i tassi di interesse e sostenendo il flusso di credito concesso ai mutuatari.

Molti degli strumenti utilizzati sono serviti per scopi variegati, e sono stati utilizzati in entrambe le fasi, come, ad esempio, gli acquisti di *asset* del settore pubblico, che hanno contribuito al ripristino del funzionamento dei mercati durante le prime fasi della pandemia e hanno abbassato i tassi di interesse a lungo termine privi di rischio nel lungo periodo.

**Table 1: Policy Responses by Advanced Economy Central Banks to COVID-19<sup>(a)</sup>**  
March 2020 to November 2020

Central Bank <sup>(b)</sup>	Policy rate	Expanded liquidity operations	USD FX Swap line	Large scale public sector asset purchases <sup>(c)</sup>	Private sector asset purchases <sup>(d)</sup>	Term funding scheme
Fed	1.625% → 0.125%	✓	✓	✓	✓*	✓*
ECB	-0.5%	✓	✓	✓	✓	✓
BoJ	-0.1%	✓	✓	✓	✓	✓
BoE	0.75% → 0.10%	✓	✓	✓	✓	✓
BoC	1.75% → 0.25%	✓	✓	✓*	✓*	
Riksbank	0%	✓	✓	✓	✓*	✓*
Norges	1.50% → 0.25%	✓	✓			
SNB	-0.75%		✓			✓*
RBNZ	1.00% → 0.25%	✓	✓	✓*		✓*
RBA	0.75% → 0.10%	✓	✓	✓*		✓*

(a) Asterisks indicate measures that had not been implemented by the central bank prior to March 2020 for reasons other than for routine operational or liquidity purposes; for private sector assets, asterisks indicates a central bank purchased certain private sector assets for the first time

(b) US Federal Reserve, European Central Bank, Bank of Japan, Bank of England, Bank of Canada, Swedish Riksbank, Norges Bank (Norway), Swiss National Bank, Reserve Bank of New Zealand and Reserve Bank of Australia

(c) Includes open-ended purchases, purchases to achieve a quantity target and purchases to support a yield target

(d) Includes primary and secondary market purchases

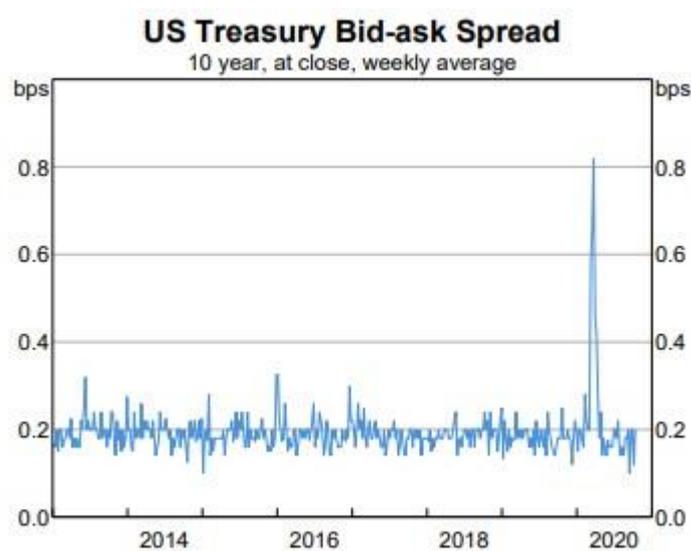
(fonte: Bulletin, December 2020)

Le risposte ottenute a posteriori evidenziano un'adeguata coerenza mantenuta dalle banche centrali circa il ruolo di assistenza d'emergenza alle istituzioni finanziarie e di assicurazione di liquidità dei mercati dei capitali durante i periodi di *stress*. Ciò non era scontato: la pandemia, del resto, ha incarnato uno *shock* senza precedenti, il cui impatto sull'economia reale - specialmente in prima battuta - era talmente incerto da aver gettato i vertici delle banche centrali in una spirale d'ombra che non consentiva loro di ipotizzare quali potessero essere le implicazioni nel medio-lungo periodo, e, di conseguenza, a dover sperimentare interventi correttivi per buona parte inediti. Proprio in virtù di questa situazione si possono spiegare l'instabilità e la volatilità che hanno immediatamente aggredito i mercati, implicando un drastico calo dei prezzi delle attività e un aumento della domanda di liquidità, facendo sì che il finanziamento per molti mutuatari diventasse costoso e difficile da ottenere.

L'innalzamento della curva di domanda di liquidità rifletteva la priorità che veniva assegnata dai diversi attori dei mercati (banche, entità finanziarie, imprese non finanziarie, famiglie, ecc.) all'accumulazione di denaro contante e strumenti altamente liquidi che potessero prevenire la scarsità degli introiti nel caso di drastiche interruzioni dei mercati di finanziamento e corpose riduzioni del reddito. In generale, quasi tutti gli investitori cercavano di ridurre la loro esposizione a posizioni più speculative, prediligendo il possesso di strumenti altamente liquidi e a basso rischio; così facendo, però, si andava drasticamente a ridurre la disponibilità di finanziamenti sul mercato, da cui derivarono le difficoltà incontrate dagli intermediari

finanziari (banche, *broker* e *dealer*) nel gestire il significativo afflusso di liquidità richiesto dai clienti, a causa di vincoli di bilancio e di una riluttanza ad assumere posizioni significative in un momento in cui il rischio di *default* all'interno di una vasta gamma di segmenti del mercato finanziario si palesava in maniera sempre più concreta.

Il risultato di un simile *trend* sui mercati si è manifestato sotto forma di un repentino aumento del costo delle transazioni (che in alcuni casi ha generato direttamente l'incapacità di effettuare operazioni), di un notevole aumento dei costi di finanziamento e, soprattutto, dell'inizio di vendite di *asset* autonome (*'fire sale'*<sup>75</sup>).



Il mancato funzionamento dei normali processi dei mercati finanziari ha anche causato una temporanea inefficacia della *price discovery*<sup>76</sup>, che ha ostacolato la capacità dei mercati dei titoli di Stato di fungere da *benchmark* nella determinazione dei prezzi di altri *asset* e strumenti finanziari.

Il mercato del lavoro e il regime del commercio internazionale hanno subito le pesantissime conseguenze di un trimestre (marzo - maggio 2020) che costrinse tali attività a

---

<sup>75</sup> Situazione in cui un venditore è costretto a liquidare i propri beni o *asset* a prezzi molto inferiori al loro valore di mercato a causa di circostanze di emergenza o di pressione finanziaria. Il termine è spesso usato in contesti finanziari ed economici per descrivere vendite di attività a prezzi notevolmente scontati, in risposta a una crisi finanziaria o a una situazione di *stress* finanziario.

<sup>76</sup> Si intende il processo attraverso il quale i prezzi dei beni, delle azioni, delle materie prime o di altri *asset* finanziari vengono stabiliti dai mercati finanziari o dai partecipanti al mercato. È il meccanismo attraverso il quale i compratori e i venditori interagiscono per determinare il prezzo corrente di un determinato bene o *asset* in un mercato aperto e competitivo.

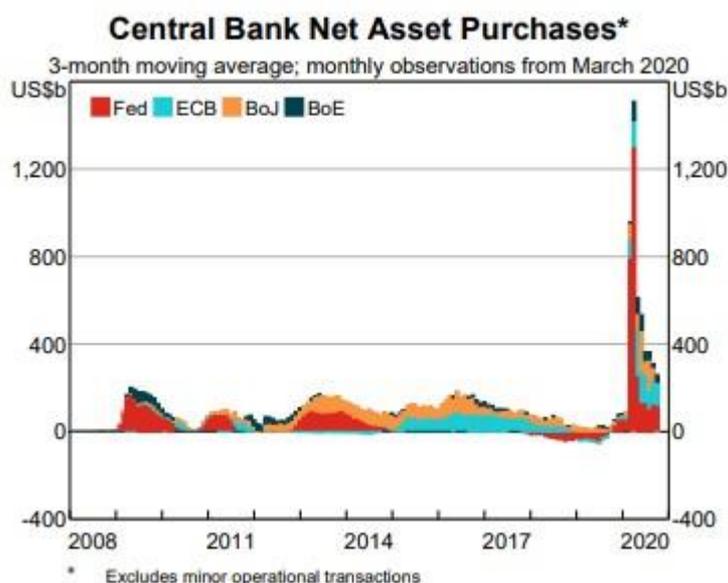
un'immobilizzazione quasi totale, la cui conseguenza fu una violenta contrazione dell'attività economica, che è sfociata in una fase recessiva la cui portata è comparabile – se non addirittura superiore - a quella della grande crisi finanziaria globale.

Le prime mosse effettuate dalle banche centrali in un simile clima di tensione e *stress* finanziario si sono configurate sotto forma di iniezioni di liquidità, avvenute prevalentemente tramite l'acquisto di titoli di Stato, fondamentali al fine di sostenere il funzionamento del mercato, e la riattivazione di strutture di prestito già operative ai tempi della crisi finanziaria globale, che hanno avuto lo scopo di fornire finanziamenti alle istituzioni finanziarie in cambio di una gamma molto più ampia di garanzie rispetto a quelle accettate tramite le normali operazioni di mercato aperto, compresi mutui, titoli a breve termine, obbligazioni societarie, debito emesso da governi locali e regionali e prestiti a imprese e famiglie. Il prezzo di molte di queste operazioni è stato anche ridotto, e in alcuni casi sono state rese disponibili a un numero maggiore di controparti; per generare un impulso a sostegno dell'attività economica si è optato per l'adozione di tassi di politica monetaria più bassi, l'introduzione di nuovi programmi di acquisto di *asset* (o l'espansione di quelli esistenti), e schemi per ridurre i tassi di interesse a lungo termine e sostenere il flusso di credito alle imprese e alle famiglie.

L'effetto complessivo di queste manovre è stato quello di espandere significativamente il volume di liquidità disponibile per il sistema bancario, consentendo alle banche di scambiare una vasta gamma di attività meno liquide in contanti in un momento in cui proprio la domanda di denaro contante era fuori controllo.

Questa *policy* è stata fondamentale anche nel fornire una fonte di finanziamento stabile e a basso costo per le banche in un momento in cui le fonti alternative erano scarse o presentavano costi proibitivi, nonché nel sostenere tassi di interesse più bassi in altri mercati monetari a breve termine, facilitandone la trasmissione ad altri prodotti finanziari del mercato.

Più nello specifico, è possibile asserire che i programmi di acquisto di *asset* erano talmente ampi e non soggetti a vincoli di limitazioni che, ragionando in proporzione all'entità dello *shock* subito dai mercati, il ritmo degli acquisti superava di gran lunga quanto fatto durante la crisi finanziaria globale.



(fonte: Bloomberg)

Tale massiccio ricorso all’acquisto di *asset* da parte delle banche centrali rispondeva anche all’esigenza di *bypassare* l’istituzione degli intermediari finanziari, che, come anticipato in precedenza, limitavano in buona parte l’efficacia della liquidità iniettata per via dell’incapacità o della riluttanza ad assorbire completamente le vendite di *asset* da parte di altri partecipanti al mercato; in altre parole, la domanda di liquidità non poteva essere canalizzata attraverso il sistema bancario.

Nel solo mese di aprile, ad esempio, gli acquisti effettuati dalle 4 maggiori banche centrali<sup>77</sup> ammontavano a quasi 1,5 trilioni di dollari statunitensi, corrispondenti a sei volte l’importo acquistato nel momento culminante della grande crisi finanziaria.

Alcune banche centrali hanno anche effettuato acquisti di titoli del settore privato, o titoli emessi da emittenti sub-nazionali (quali enti locali e regionali) per alleviare lo *stress* che attanagliava quei mercati, sostenendo queste operazioni in maniera equiparata fra mercato primario e secondario. Fra questi acquisti annoveriamo strumenti come obbligazioni societarie, cambiali finanziarie<sup>78</sup> e non finanziarie, fondi negoziati in borsa (ETF), e titoli garantiti da ipoteche commerciali. In alcuni casi, sono state acquistate o accettate come garanzia per la

<sup>77</sup> Si intendono: Fed, BCE, *Bank of Japan* e *Bank of England*.

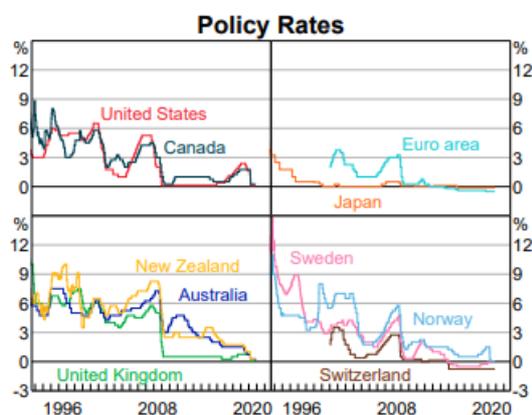
<sup>78</sup> Nei mercati internazionali si definiscono come *commercial papers*, e sono strumenti di finanziamento a breve termine utilizzati dalle imprese per finanziarie fabbisogni di capitale circolante.

prima volta obbligazioni societarie che erano state declassate a un grado di investimento inferiore (*fallen angels*<sup>79</sup>).

Come precedentemente anticipato, le banche centrali hanno prontamente abbassato i tassi di politica monetaria a breve termine fino quasi allo zero, ottenendo come risultato il fornire un importante stimolo alla liquidità per le famiglie e le imprese che si trovavano a ricoprire una posizione debitoria, diminuendo il costo dei pagamenti di interessi dovuti.

In molti casi, le riduzioni dei tassi di politica monetaria hanno portato a tassi di interesse più bassi sulle strutture di finanziamento offerte dalle banche centrali, istituendo un canale attraverso il quale i tassi di politica monetaria più bassi hanno raggiunto famiglie e imprese, aumentando la liquidità e riducendo i costi dei prestiti.

Tuttavia, è necessario specificare che i tassi di politica monetaria erano già molto più bassi rispetto a quanto fossero all'inizio delle recessioni precedenti, in parte a causa del declino a lungo termine dei tassi di interesse neutrali<sup>80</sup>. Di conseguenza, il tasso di politica monetaria della maggior parte delle banche centrali era già vicino al suo limite inferiore effettivo, e quindi non è stato possibile approfittare di una leva di abbassamento di quest'ultimo tanto potente quanto era stato fatto in altre occasioni.



(fonte: RBA)

<sup>79</sup> E' uno strumento obbligazionario che perdendo i requisiti per soddisfare i criteri *Investment Grade* diventa più rischioso, e per questo motivo gli investitori richiedono un rendimento più elevato rispetto a quanto fissato in precedenza.

<sup>80</sup> Il tasso di interesse neutrale è il tasso di politica monetaria che non è considerato né stimolante né restrittivo per un'economia nel medio termine, rappresentando il livello ottimo che mantiene la produzione in crescita intorno al suo tasso potenziale, in un contesto di piena occupazione e inflazione stabile. Il declino a lungo termine dei tassi di interesse neutrali riflette una serie di tendenze strutturali che hanno aumentato la percentuale della domanda di risparmi globali rispetto a quella degli investimenti nella ponderazione del reddito detenuto.

Le banche centrali, come sarà possibile notare in seguito, hanno anche introdotto o rafforzato il meccanismo di *forward guidance* riguardo al futuro percorso dei tassi di politica monetaria a breve termine, indicando preventivamente che i tassi di politica monetaria non saliranno finché il recupero economico non sarà sufficientemente avanzato.

In sintesi è evidente che, per quanto il mondo non sia mai stato chiamato a pagare un prezzo così alto - chiudendo efficacemente l'economia globale - per affrontare una crisi sanitaria come quella da COVID-19, le misure implementate in questi anni dalle banche centrali sono risultate di vitale importanza per salvaguardare la sopravvivenza dei mercati finanziari e per garantirne la ripartenza, nonostante si fosse presentato un *trade-off* insidioso da gestire come quello fra la salvaguardia della salute pubblica e il mantenimento dell'attività economica.

## 2.2 Le sfide affrontate dalla BCE e gli interventi correttivi

All'interno della cornice economica indotta dallo *shock* pandemico, l'Eurosistema si è prefissato come obiettivo primario la garanzia di un adeguato supporto all'attività economica, da prorogare inevitabilmente fino a quando i mercati non potranno essere definiti nuovamente stabili e la capacità produttiva sul mercato del lavoro non si avvicinerà nuovamente a un discreto grado di efficienza. Oltre che sull'attività economica, gli effetti indotti dalla pandemia si sono riverberati anche su altri tipi di variabili, come la curva dei prezzi relativi e l'andamento dell'inflazione. Le misure di politica monetaria che andremo ad analizzare in questo capitolo riflettono la grande sfida che ha dovuto affrontare la BCE, la quale si è ritrovata a dover implementare interventi correttivi che si adattassero perfettamente ad una contingenza inedita, in cui gli effetti non sono figli di schemi teorici e meccanismi automatici, ma dipendono dalla natura ambigua di uno degli *shock* dal più alto tasso di imprevedibilità della storia.

Attualmente, nonostante gli effetti pandemici si siano alleviati, la BCE si trova di fronte a un ulteriore *step* cruciale, che consisterà nel saper allentare gradualmente le politiche implementate durante il corso pandemico senza generare ulteriori *shock* sui mercati, e soprattutto rimanendo vigile qualora tornasse la necessità di intervenire sull'economia attraverso strumenti di politica monetaria non convenzionali.

A livello quantitativo, è interessante analizzare i dati che sono emersi dall'avvento della pandemia in poi, utili per certificare l'impatto che quest'ultima ha avuto sulle variabili

macroeconomiche dall'area euro, quali, ad esempio, settori di produzione, prezzi, salari, livello di inflazione, curva dei consumi in proporzione al reddito detenuto, e così via.

I risultati si rivelano piuttosto differenziati in base al segmento industriale che si va a prendere in considerazione:

- l'industria manifatturiera, superato il periodo di fermo dovuto alle iniziali restrizioni, ha fatto registrare una ripresa piuttosto rapida tanto da raggiungere, già nel 2021, livelli più alti rispetto a quelli cui si attestava nel 2019;
- il settore dei servizi è quello che più ha risentito degli effetti pandemici, per via delle mutate abitudini assunte dalle persone, meno inclini all'interazione umana, registrando un crollo che, nel 2021, ancora non aveva riportato il dato in pari con quello del 2019, facendo segnare un -0,5% rispetto al livello pre-pandemico.

A livello di analisi sui nuclei familiari, l'indagine condotta dalla Banca d'Italia ha registrato che:

- i consumi hanno subito un importante crollo, sempre per via del clima di sfiducia e timore che attanaglia la società, presentando, nel 2021, un crollo del -21% nell'area euro rispetto al periodo pre-pandemico;
- la spesa in beni durevoli, invece, fa segnare uno dei dati meno negativi in assoluto, non facendo registrare significative perdite rispetto a quanto avvenuto nel 2019.

Per quanto riguarda la stabilità dei prezzi, l'obiettivo primario perseguito dalla BCE anche in periodi di crisi, i dati riscontrati riguardano:

- l'inflazione, indebolitasi marcatamente nel 2020, scendendo nell'area dell'euro di -0,3% nella media annuale. Alla registrazione di questo dato avevano contribuito in maniera massiccia il crollo della domanda, il connesso crollo dei prezzi delle materie prime (in particolare dell'energia) e determinati provvedimenti governativi<sup>81</sup>.
- I prezzi del comparto industriale, che dall'inizio del 2021 hanno registrato una forte impennata, salendo del +24% nel complesso dell'area euro rispetto al periodo pre-pandemico. La motivazione, già esposta precedentemente, è legata al repentino

---

<sup>81</sup> In Germania, fra luglio e dicembre 2020, l'aliquota standard è stata ridotta dal 19 al 16%, mentre l'aliquota ridotta - che si applica agli alimenti e alle bevande "di base" - è stata tagliata dal 7 al 5%.

aumento dei beni energetici richiesti, che ha generato una serie di effetti a catena, culminati in una forte contrazione dell'offerta in determinati segmenti industriali.

- L'andamento della curva salariale, che annovera una crescita delle retribuzioni contrattuali media all'interno dell'area euro decisamente inferiore al 2 per cento.

Vista e considerata l'eccezionalità della situazione appena descritta, portatrice di effetti assolutamente inaspettati e incalcolabili nel lungo periodo sull'economia dell'area euro, la BCE ha ritenuto innanzitutto necessario consentire agli Stati membri di promuovere politiche di bilancio dall'assetto espansivo, attivando misure di flessibilità contenute nel Patto di Stabilità e Crescita, in questo caso la clausola di salvaguardia generale, strumento straordinario utile per consentire ai paesi membri di affrontare la crisi senza violare le regole di bilancio dell'UE.

L'Unione Europea ha così concesso ai paesi membri maggiore flessibilità per quanto riguarda il rispetto dei limiti di deficit e debito stabiliti dal Patto di Stabilità e Crescita. Questa flessibilità è stata utilizzata per consentire maggiori spese pubbliche volte a sostenere i sistemi sanitari, l'assistenza sociale e l'economia in generale, considerando che il deficit europeo ad inizio pandemia era salito al 7.2%, superando del 6.6% il dato fatto registrare nel 2019.

Al contempo, il livello medio di indebitamento si attestava al 100%, facendo così segnare il valore più alto dall'introduzione dell'euro, e registrando un incremento di 14 punti percentuali rispetto a un anno prima.

Queste misure sono state adottate per mitigare gli effetti economici della pandemia e per garantire che i paesi membri potessero rispondere in modo adeguato alle esigenze sanitarie ed economiche causate dalla crisi.

Al fianco di questa manovra affidata ai singoli governi, la BCE ha implementato un duplice schema di intervento per salvaguardare i mercati, sostanziatosi tramite:

- operazioni volte a fornire liquidità;
- programmi di acquisto di attività.

Sono state così lanciate o ampliate operazioni di acquisto di attività, tra cui il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) e il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP), con l'obiettivo conclamato di stabilizzare i mercati finanziari, ridurre i tassi di interesse a lungo

termine e garantire che le imprese abbiano accesso al credito necessario per sopravvivere alla crisi.

Allo stesso tempo, la BCE ha offerto operazioni di rifinanziamento a lungo termine alle banche a condizioni favorevoli, garantendo loro la liquidità necessaria per erogare prestiti alle imprese e alle famiglie, contribuendo a prevenire un *credit crunch*<sup>82</sup> e a mantenere l'accesso al credito per le imprese.

“*Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie. Il nostro impegno per l'euro non ha limiti*”<sup>83</sup>: tramite questa frase Christine Lagarde, sulla scorta del “*whatever it takes*” pronunciato da Mario Draghi nel 2012, introdusse il “*Pandemic Emergency Purchase Programme*”, un nuovo, massiccio programma di *quantitative easing*, avente come obiettivo primario quello di concedere ossigeno ai mercati e alle imprese, aprendo una stagione di interventi e aggiustamenti che verranno elencati nei seguenti paragrafi, concentrandosi sul funzionamento e sugli obiettivi posti in capo a ciascuno di essi.

### 2.2.1 Politiche a sostegno dell'apparato fiscale: CRII e SURE

Lo SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) è uno strumento di sostegno temporaneo mirato a garantire un maggior coordinamento dei mercati del lavoro in risposta alla crisi, funzionante tramite l'erogazione di prestiti che aiuteranno gli Stati membri ad affrontare aumenti repentini della spesa pubblica per il mantenimento dell'occupazione: nello specifico, è architettato per andare a coprire i costi direttamente connessi all'istituzione o all'estensione di regimi nazionali di riduzione dell'orario lavorativo<sup>84</sup> e di altre misure analoghe per i lavoratori autonomi introdotte in risposta all'attuale pandemia di Coronavirus.

---

<sup>82</sup> Periodo in cui le istituzioni finanziarie, come le banche, sono riluttanti a concedere prestiti o ad aumentare la quantità di denaro disponibile per i prestiti.

<sup>83</sup> Christine Lagarde, Presidente della Banca Centrale Europea. Banca Centrale Europea, 2020

<sup>84</sup> I regimi di riduzione dell'orario lavorativo sono programmi che, in circostanze particolari, consentono alle aziende in difficoltà economiche di ridurre temporaneamente l'orario di lavoro dei loro dipendenti, ai quali viene erogato un sostegno pubblico al reddito per le ore non lavorate.

Proposto dalla commissione per la prima volta nell'aprile 2020, si basa a livello tecnico *“sull'emissione di titoli di debito comune finalizzati a finanziare nuovi progetti sociali e su un meccanismo di finanziamento slegato da condizionalità stringenti per i paesi fruitori”*<sup>85</sup>.

In altre parole, è uno strumento che consente all'Unione di concedere agli Stati membri prestiti a condizioni favorevoli per un importo totale fino a 100 miliardi di euro, a valere in massima parte sul bilancio dell'UE e assistiti da garanzie rilasciate dagli Stati membri stessi in proporzione ai loro redditi nazionali lordi.

La passività potenziale derivante da tali prestiti dell'Unione sarà resa compatibile con i vincoli di bilancio dell'UE mediante garanzie degli Stati membri al bilancio dell'Unione, pari al 25% dei prestiti concessi, prestata da ogni Stato membro – come detto - in linea con la propria quota sul totale del reddito nazionale lordo dell'Unione.

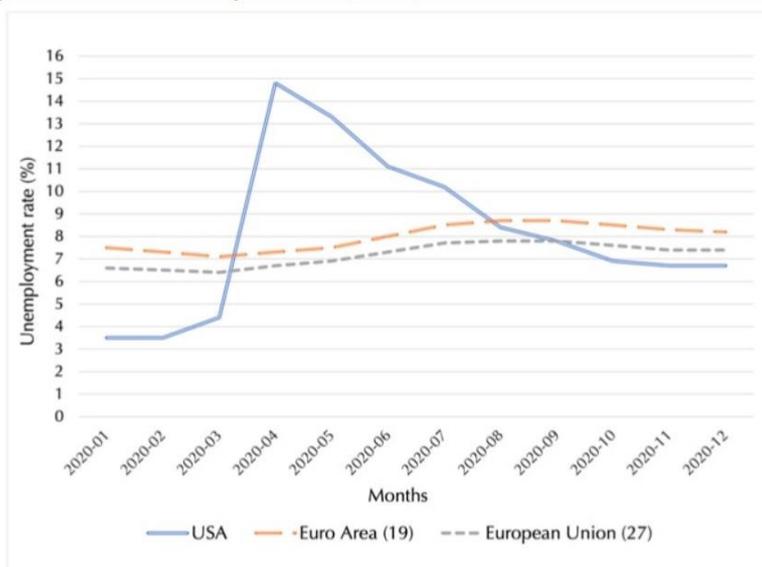
Lo SURE costituisce un particolare tipo di assistenza finanziaria aggiuntiva, andando a integrare le misure nazionali e le sovvenzioni normalmente erogate per tali scopi nel quadro del Fondo sociale europeo; si tratta chiaramente di una misura temporanea, specificamente istituita per fronteggiare al meglio le circostanze eccezionali della crisi da COVID-19; non rappresenta, dunque, un cambiamento permanente nella politica fiscale dell'UE.

Nel novembre 2020, del resto, l'ufficio statistico europeo (Eurostat), ha annunciato un aumento del 7,5% della disoccupazione nell'Unione Europea e un aumento dell'8,3% per la zona euro.

---

<sup>85</sup><https://www.treccani.it/magazine/agenda/articoli/economia-e-innovazione/SURE.html>

Figura 1: Evoluzione del tasso di disoccupazione nel 2020 (EU and US)



(fonte: dati OECD)

Fra gli obiettivi chiave che hanno portato alla nascita di questo strumento è possibile annoverare:

- la salvaguardia del tasso di occupazione: SURE mira a sostenere gli Stati membri nella preservazione dei posti di lavoro e nel garantire il reddito dei lavoratori durante la crisi, fornendo assistenza finanziaria per coprire i costi dei programmi nazionali di lavoro a orario ridotto, simili ai programmi di cassa integrazione o disoccupazione parziale;
- il perseguimento della stabilità economica: fornendo aiuti finanziari agli Stati membri, SURE aiuta a stabilizzare le economie dei paesi dell'UE che stanno affrontando un aumento della disoccupazione e una riduzione dell'attività economica a causa della pandemia;
- l'implementazione del sostegno finanziario: la Commissione Europea può reperire fondi sui mercati finanziari per conto dell'UE e quindi prestare tali fondi agli Stati membri che richiedono assistenza sotto il programma SURE a condizioni favorevoli.

In linea generale, lo SURE fa parte di un pacchetto più ampio di misure dell'UE mirate a mitigare l'impatto economico della pandemia; in questo caso, è possibile constatare che si tratta di una specifica misura ideata per sostenere lavoratori e imprese e garantire la stabilità finanziaria all'interno dell'UE, riflettendo l'impegno effettuato da quest'ultima nella direzione di un rapporto di solidarietà e cooperazione tra gli Stati membri in momenti difficili.

L'Iniziativa di Investimento per la Risposta al Coronavirus (*Coronavirus Response Investment Initiative*, CRII) è un programma introdotto dall'Unione Europea per fornire supporto finanziario immediato agli Stati membri dell'UE, al fine di fronteggiare gli impatti economici e sociali causati dalla pandemia da COVID-19. Come vedremo a breve, si tratta di una misura promossa dalla BCE nel marzo del 2020, per poi essere potenziata entrando in vigore come il pacchetto CRII+ circa un mese dopo, nell'aprile del 2020.

Il CRII (e successivamente il CRII+, ordinati rispettivamente secondo il Regolamento 2020/460 e Regolamento 2020/558) è, dunque, uno strumento tramite il quale l'Unione si pone l'obiettivo di consentire agli Stati maggiore flessibilità nell'uso e nella riallocazione dei fondi Ue.

Rispetto allo SURE, non si tratta di erogazione di risorse aggiuntive, ma della concessione della possibilità di riprogrammare i fondi europei introitati nel settennato 2014-20 su spese relative all'emergenza, quali, ad esempio, l'acquisto di materiali e la costruzione di strutture sanitarie aggiuntive o l'allocazione di fondi da destinare alle imprese che versano in situazione di difficoltà. In altre parole, si tratta della possibilità di mobilitare le riserve di liquidità dei fondi strutturali e di investimento europei precedentemente distribuiti.

Nello specifico, è possibile andare ad analizzare distintamente i due pacchetti, al fine di sottolineare quali sono stati gli emendamenti tramite i quali la BCE ha cercato di implementare il pacchetto CRII con il pacchetto CRII+.

1. Il CRII è una misura che prevede la possibilità di riprogrammare dei fondi SIE<sup>86</sup> non ancora utilizzati. L'obiettivo, come detto, è dare la possibilità ai paesi di reindirizzare i fondi europei per fronteggiare le conseguenze della crisi socioeconomica, allocandone la maggioranza verso i sistemi sanitari, verso aiuti da concedere alle piccole-medie imprese, verso il mercato del lavoro e contro il rischio di vulnerabilità sociale. Oltre a una maggiore flessibilità nell'uso dei fondi Ue, il pacchetto CRII ha garantito un anticipo di 8 miliardi di liquidità immediata per velocizzare gli investimenti pubblici relativo al prefinanziamento ricevuto ma non utilizzato per il 2019 nell'ambito dei fondi strutturali e di investimento europei, il cui rimborso era stato originariamente fissato entro giugno 2020, ma che gli Stati membri non dovranno più restituire. Potranno così trattenere questa cifra che, sommata agli ulteriori 29 miliardi a carico del bilancio

---

<sup>86</sup>Fondi Strutturali Europei

europeo, garantiscono 37 miliardi di euro per far fronte all'emergenza Coronavirus. In secondo luogo, i paesi dell'Ue possono fare ricorso ad altri fondi strutturali, quali: il FESR<sup>87</sup> per aiutare le imprese a far fronte agli *shock* finanziari a breve termine, ad esempio in termini di capitale di esercizio delle piccole e medie imprese, prestando particolare attenzione ai settori particolarmente colpiti dalla crisi. Possono fare inoltre ricorso al FSE<sup>88</sup>, per sostenere temporaneamente i regimi nazionali di lavoro a orario ridotto, per aiutare ad attenuare l'impatto dello *shock*.

2. Il CRII+, come precedentemente anticipato, costituisce un ulteriore pacchetto che si integra al CRII nell'ottica di liquidare ulteriori risorse per aiutare i paesi dell'Ue nell'affrontare la crisi sanitaria, permettendo una flessibilità ancora maggiore nell'utilizzo delle risorse non utilizzate dei fondi strutturali e di investimento europei. Il primo pacchetto di investimenti era focalizzato a dare una risposta immediata alla crisi; con il CRII+, invece, la Commissione Europea introduce una serie di modifiche importanti al CRII, riallocando 7,2 miliardi di euro in spese sanitarie, ossia 6,8 miliardi in più rispetto al bilancio. In particolare concede la possibilità di trasferimento tra i tre fondi della politica di coesione (il Fondo europeo di sviluppo regionale, il Fondo sociale europeo e il Fondo di coesione), e introduce l'opzione di usufruire di un tasso di cofinanziamento UE del 100% per i programmi della politica di coesione per l'esercizio contabile 2020-2021, che consente agli Stati membri di beneficiare del pieno finanziamento dell'UE per le misure connesse alla crisi. Vengono inoltre meno gli obblighi di concentrazione tematica, che prima dell'emergenza obbligavano gli Stati a concentrare le risorse sugli interventi con maggior valore aggiunto rispetto alle strategie europee, concedendo agli Stati ancora più flessibilità. Infine, introduce la possibilità di trasferire risorse tra categorie di regioni diverse. Prima di questa misura, infatti, non era possibile trasferire più del 3% dei fondi dalle regioni meno sviluppate a quelle più sviluppate, o viceversa; con l'entrata in vigore del CRII+, invece, questa limitazione viene meno e le regioni possono beneficiare dei fondi provenienti dalle altre regioni in maniera illimitata.

---

<sup>87</sup>Fondo europeo di sviluppo regionale

<sup>88</sup>Fondo Sociale Europeo

In sintesi, i pacchetti CRII offrono maggiore flessibilità nell'uso dei fondi europei a disposizione dei paesi: la Ue consente ai paesi più bisognosi di sfruttare i fondi SIE non utilizzati per affrontare gli effetti che la crisi sanitaria ha avuto sulle nostre economie e società.

La *ratio* che ha portato all'approvazione (e alla successiva implementazione) del pacchetto CRII può essere condensata nelle parole di Elisa Ferreira, Commissario per la Coesione e le Riforme:

*“Stiamo arrivando alla fine di un anno molto difficile per tutti. La quantità di fondi di coesione dell'UE che sono stati riprogrammati e diretti verso i settori più colpiti dimostra quanto siano state cruciali i due pacchetti CRII nell'aiutare gli Stati membri, i cittadini e le imprese in questa crisi. La Politica di Coesione è stata in prima linea nella lotta contro gli effetti avversi della pandemia e continuerà a esserlo nel rilancio delle nostre economie e nell'assicurare che emergano da questa crisi più forti di prima”.*

### 2.2.2 L'APP

L'*Asset Purchase Program* (APP) fa parte di un complesso di misure di politica monetaria non convenzionali implementate dalla BCE, rientrando nella categoria delle operazioni di mercato aperto; è stato inizialmente affiancato ad altre operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, venendo avviato già a metà del 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo necessario per garantire la stabilità dei prezzi sui mercati.

Nell'ambito del programma APP, l'Eurosistema conduce 4 diversi programmi di acquisto di titoli pubblici e privati; nell'ordine cronologico nel quale sono stati presentati si annoverano:

1. il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3, dal 20 ottobre 2014), finalizzato all'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;
2. l'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP, dal 21 novembre 2014), finalizzato all'acquisto di titoli esposti sul mercato previa cartolarizzazione di prestiti bancari;
3. il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP, dal 9 marzo 2015), programma implementato per l'acquisto di titoli emessi da enti pubblici e statali dei paesi membri dell'area euro;

4. il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP, dall'8 giugno 2016), programma implementato per l'acquisto di titoli obbligazionari e, in generale, titoli di credito a breve termine, emessi da entità non finanziarie dei paesi membri dell'area dell'euro.

I titoli che sono oggetto d'acquisto dell'APP devono essere stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema; nella pratica, le operazioni di acquisto vengono effettuate dalla BCE e dalle BCN con controparti abilitate a partecipare alle operazioni di politica monetaria e con quelle utilizzate dall'Eurosistema per gli investimenti di portafoglio in *asset* finanziari riconosciuti in euro.

Come precedentemente anticipato, l'APP è stato implementato negli anni dalle BCE per perseguire svariati obiettivi:

- ridurre i tassi di interesse a lungo termine: tramite l'acquisto di attività, come titoli di Stato o obbligazioni, è possibile aumentare la domanda rivolta a questi strumenti finanziari, facendone aumentare il prezzo e riducendone il rendimento. Di conseguenza, i tassi di interesse a lungo termine scendono, rendendo più convenienti i prestiti a lungo termine per le imprese e i consumatori;
- iniettare liquidità: l'acquisto di attività fornisce denaro al sistema finanziario, aumentando l'ammontare di liquidità e facilitando il flusso di denaro tra le istituzioni finanziarie;
- sostenere il mercato dei titoli di Stato: l'acquisto di titoli di Stato contribuisce a mantenerne bassi i rendimenti, assicurando che il governo possa finanziarsi a tassi di interesse accessibili. Ciò si rivela particolarmente importante in periodi di crisi economica o di incertezza;
- stimolare l'attività economica: la riduzione dei tassi di interesse a lungo termine e l'incremento della liquidità possono stimolare la spesa delle imprese e dei consumatori, sostenendo l'attività economica e combattendo la disoccupazione;
- rafforzare la fiducia del mercato: l'annuncio dell'implementazione di un programma di politica monetaria espansiva, come sarà possibile notare nel capitolo 3, può rafforzare la fiducia dei mercati finanziari e degli investitori e ridurre la volatilità, poiché suggerisce un impegno da parte della banca centrale a fornire sostegno monetario e finanziario quando necessario;

- controllare l'inflazione, dal momento che, se una banca centrale ritiene che l'inflazione sia troppo bassa, può acquistare attività per aumentare la quantità di denaro in circolazione e stimolare l'inflazione.

Come precedentemente anticipato, la delibera del programma APP risale al 2014, anno nel quale il Consiglio direttivo della BCE ha ridotto a più riprese i tassi di interesse ufficiali, conducendo il costo delle operazioni di rifinanziamento in prossimità dello zero e il rendimento delle *deposit facilities*<sup>89</sup> su valori negativi. A giugno il Consiglio ha deciso l'avvio di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, mentre a settembre ha introdotto un programma di acquisto di ABS (*Asset-Backed Securities Purchase Programme*, ABSPP) e di obbligazioni bancarie garantite (*Covered Bond Purchase Programme*, CBPP3).

A gennaio del 2015 il Consiglio ha ritenuto insufficiente lo stimolo conseguito mediante le misure di politica monetaria poste in essere l'anno precedente, tanto che le prospettive dell'inflazione erano addirittura peggiorate. Si optò così per l'estensione del programma di acquisto ai titoli pubblici (*Public Sector Purchase Programme*, PSPP) e per l'ampliamento della dimensione degli interventi a 60 miliardi di euro al mese (*Asset Purchase Programme*, APP).

Il Consiglio deliberò che l'APP avrebbe avuto luogo almeno fino a settembre del 2016, o comunque fino a quando l'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro sarebbe risultato coerente con il conseguimento dell'obiettivo di politica monetaria.

Nel biennio successivo (2015-2016) la situazione dell'economia mondiale non andò migliorando, tanto da condurre il Consiglio a rafforzare l'APP, sia innalzandone l'ammontare di acquisti mensili a 80 miliardi, sia estendendone la durata almeno fino a marzo del 2017, sia ampliando la gamma di titoli pubblici ammissibili nel programma, sia includendo tra le attività acquistabili anche obbligazioni di qualità elevata emesse da società non finanziaria dell'area euro (dando adito così all'implementazione del *Corporate Sector Purchase Programme*, CSPP). Il Consiglio deliberò, inoltre, il reinvestimento continuo del capitale rimborsato dei titoli giunti a scadenza acquistati nell'ambito del programma.

---

<sup>89</sup>Le banche commerciali dell'area dell'euro possono depositare liquidità presso la BCE tramite la *deposit facility*. Questo deposito è remunerato, il che significa che le banche guadagnano un tasso di interesse sugli importi depositati.

Fra il 2016 e il 2018 il programma dell'APP continuò ad essere prorogato, seppur con continue ricalibrature dell'importo destinato agli acquisti, sempre con l'obiettivo di sostenere le spinte inflazionistiche verso il *target* di politica monetaria.

A giugno del 2018 il Consiglio ha annunciato la riduzione, dal successivo ottobre, del ritmo mensile degli acquisti a 15 miliardi, con la conclusione degli acquisti netti nell'ambito dell'APP che era prevista per la fine dello stesso anno, a condizione che fossero confermate le prospettive favorevoli per l'inflazione a medio termine. Nonostante ciò, fu ribadita l'intenzione (*forward guidance*) di proseguire la politica di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti netti, finché necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

A settembre del 2019 il Consiglio ha annunciato la decisione di riavviare gli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal successivo 1° novembre segnalando allo stesso tempo di attendersi che essi sarebbero proseguiti finché necessario per rafforzare l'accomodamento monetario derivante dal basso livello dei tassi di riferimento e terminati poco prima dell'inizio del rialzo di tali tassi. Il Consiglio ha infine annunciato l'intenzione di proseguire la politica di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo dopo l'avvio della fase di rialzo dei tassi di riferimento, e in ogni caso fino a quando necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Agli albori della pandemia da COVID-19, precisamente il 12 marzo 2020, il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato l'implementazione del programma dell'APP, stabilendo uno stanziamento temporaneo di un *budget* pari a 120 miliardi di euro mensili fino alla fine del 2020 per promuovere l'acquisto dei suddetti titoli sul mercato, nonostante inizialmente fosse previsto uno stanziamento per un ammontare mensile pari a venti miliardi di euro.

Del resto, il comunicato stampa di quel giorno recitava:

*“Una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro per ulteriori acquisti netti di attività sarà resa disponibile sino alla fine dell'anno, assicurando un contributo notevole dei programmi di acquisto per il settore privato. Unitamente al programma di acquisto di attività*

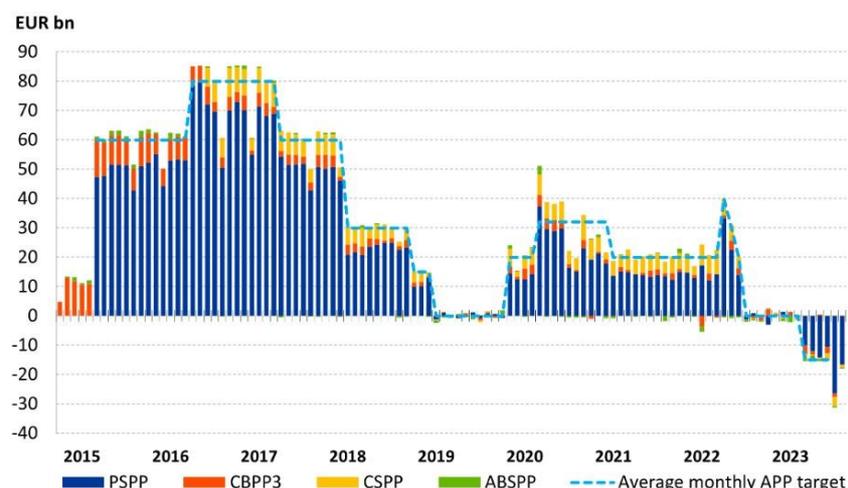
(PAA) in corso, questa misura sosterrà condizioni di finanziamento favorevoli per l'economia reale in fasi di accresciuta incertezza.

Il Consiglio direttivo continua ad attendersi che gli acquisti netti di attività proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei suoi tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE.

Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA continuerà a essere reinvestito, integralmente, per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.”<sup>90</sup>

Dal 2022 non è stato più effettuato nessun acquisto netto, ma si sono configurati solo reinvestimenti totali dei rimborsi tra luglio 2022 e febbraio 2023; nessun acquisto netto e reinvestimenti solo parziali dei rimborsi, invece, nel lasso di tempo che va da marzo 2023 a giugno 2023; infine, è stato annunciato recentemente che non avrà luogo nessun reinvestimento dei rimborsi a partire da luglio 2023.

**Grafico: acquisti netti di asset per programma nell'ambito del PAA**



(fonte: BCE)

<sup>90</sup>Comunicato stampa: 12 marzo 2020.

### 2.2.3 Il PEPP

Il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) è un programma di acquisto di emergenza varato dalla Banca Centrale Europea in risposta alla crisi economica causata dalla pandemia; la finalità per la quale questo programma è stato creato è quella di mitigare gli impatti negativi della crisi e garantire la stabilità finanziaria nell'area dell'euro tramite l'acquisto di una vasta gamma di attività finanziarie, tra cui titoli di Stato, obbligazioni societarie e altri variegati strumenti, al fine di iniettare liquidità nel sistema, ridurre i tassi di interesse a lungo termine e far sì che i mercati non vengano attaccati da scosse di volatilità improvvise. Questo, inoltre, contribuisce a facilitare l'accesso delle imprese e dei governi al finanziamento e stimola l'attività economica.

Una caratteristica chiave del PEPP è la sua flessibilità, che consente alla BCE di adattare il programma alle circostanze mutevoli; del resto, il programma è stato previsto per avere carattere temporaneo, e sarà soggetto a continue valutazioni.

Il PEPP è stato annunciato dal Consiglio direttivo il 18 marzo 2020, venendo designato come la miglior soluzione per contrastare i gravi rischi a cui il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area dell'euro erano esposti; tale programma si sostanziava nell'acquisto di titoli del settore privato e pubblico.

La portata finanziaria complessiva del PEPP fu ancorata al valore di 750 miliardi di euro, mentre la previsione del lasso temporale di operatività di tale programma era stata inizialmente tarata su base annuale (gli acquisti sarebbero stati condotti fino alla fine del 2020).

Per quanto riguarda gli acquisti di titoli del settore pubblico, il *benchmark* utilizzato per stabilire la ripartizione del *budget* fra i vari paesi ha continuato a essere lo schema di partecipazione delle banche centrali nazionali al capitale della BCE, ma stavolta è stato assoggettato ad una maggior flessibilità, in modo da consentire ricalibramenti nella distribuzione dei flussi degli acquisti nel corso del tempo fra i vari paesi, sempre seguendo una logica di senso solidaristico a livello comunitario.

Ai fini degli acquisti nell'ambito del PEPP, è stata applicata una deroga ai requisiti di ammissibilità per i titoli di Stato emessi dalla Grecia<sup>91</sup>.

Il PEPP, successivamente, è stato a più riprese implementato e ricalibrato, prevedendo acquisti di titoli pubblici e privati per complessivi 1.850 miliardi; a dicembre 2021 l'orizzonte temporale dei reinvestimenti del PEPP almeno fino alla fine del 2024.

Per poter essere acquistati nell'ambito del programma PEPP, i titoli di debito negoziabili devono avere le seguenti caratteristiche: la durata residua al momento dell'acquisto per i titoli pubblici deve variare da un minimo di 70 giorni (inclusi i BOT) a un massimo di 30 anni e 364 giorni; per i titoli privati idonei per il CSPP la durata residua al momento dell'acquisto deve variare da un minimo di 28 giorni (*commercial paper*) a un massimo di 30 anni e 364 giorni, mentre per i titoli privati idonei per l'ABSPP e il CBPP3 non vi sono restrizioni relative alle scadenze acquistabili.

A livello pratico, l'architettura con cui è stato implementato il PEPP ha agevolato la ripercussione di effetti rapidi e molto pronunciati sui mercati finanziari, tanto che nei giorni immediatamente successivi al suo annuncio i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e i premi per il rischio sono scesi significativamente in tutta l'area dell'euro, in particolare nelle economie più colpite dalle turbolenze, e la liquidità degli scambi è migliorata sensibilmente; si è anche riscontrata una progressiva distensione delle condizioni sui mercati azionari e del debito privato.

L'impatto positivo del PEPP sulle quotazioni dei titoli è stato rafforzato dall'allentamento - in aprile - dei criteri di idoneità applicati alle attività conferibili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema; vi ha contribuito, in particolare, la decisione di continuare ad accettare anche i titoli che, a seguito della pandemia, fossero stati declassati a *high yield*, purché il loro *rating* non scendesse al di sotto di una soglia predeterminata (come è stato annotato in precedenza con l'esempio della Grecia).

La successiva implementazione degli acquisti all'interno del PEPP ha solidificato la stabilizzazione dei mercati finanziari, rivelando per altro l'evidenza che gli acquisti effettuati dall'Eurosistema esercitano una pressione verso il basso sui rendimenti dei titoli di Stato nel

---

<sup>91</sup>Precedentemente esclusi perché non raggiungevano il *rating* di tripla B, ritenuto requisito minimo per non essere etichettati come titoli speculativi.

giorno stesso in cui vengono eseguiti, causando una contrazione dei premi per il rischio sovrano lungo la curva dei rendimenti e contribuendo all'aumento della liquidità del mercato. Questi effetti secondari, che si aggiungono a quelli derivanti dagli annunci dell'inizio del programma e dai suoi successivi potenziamenti, si rendono più impattanti durante periodi di tensione elevata, soprattutto quando la liquidità è scarsa, confermando che l'efficacia di un programma come il PEPP risiede tutta nel mantenere un approccio flessibile, che consenta di assecondare gli impulsi e le esigenze del mercato tramite gli acquisti.

In sintesi, è possibile concludere che nella prima fase della crisi pandemica il PEPP ha svolto un ruolo cruciale nel fronteggiare lo *stress* cui erano sottoposti i mercati finanziari, ripristinandone la stabilità e assicurando condizioni di finanziamento accessibili in tutta l'area dell'euro.

#### 2.2.4 Le operazioni di rifinanziamento

Sempre con la finalità di fornire al mercato un'immediata iniezione di liquidità aggiuntiva che andasse a supportare famiglie, imprese e, in generale, tutto l'apparato finanziario reale, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di condurre, temporaneamente, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) aggiuntive rispetto alle operazioni standard di mercato aperto già discusse nel paragrafo 1.1.4.1.

E' possibile andare ad analizzare singolarmente ognuna delle operazioni di rifinanziamento straordinarie implementate dalla BCE; fra queste si annoverano:

- LTRO (*Long-Term Refinancing Operations*) aggiuntive: tramite questo tipo di operazioni, la BCE offre liquidità alle banche dell'area dell'euro a un tasso di interesse fissato per un periodo di tempo relativamente lungo, solitamente tre anni o più. Le banche possono utilizzare i fondi ottenuti da queste operazioni per soddisfare le loro esigenze di finanziamento, inclusi prestiti a imprese e famiglie, con lo scopo di garantire la stabilità finanziaria e il flusso di credito nell'area dell'euro.

A partire dall'annuncio del 12 marzo 2020, le LTRO aggiuntive sono state condotte con frequenza settimanale, andando incontro a scadenza in concomitanza con la data di

regolamento a pronti della quarta operazione del programma TLTRO-III (24 giugno 2020).

La prima di tali operazioni è stata annunciata il 16 marzo 2020, con data di aggiudicazione che si è attestata al 17 marzo 2020 e data di regolamento al 18 marzo 2020.

Le operazioni sono state condotte a tasso fisso, ancorato ad un livello pari al tasso medio applicato ai depositi presso la banca centrale per la durata della rispettiva operazione e piena aggiudicazione degli importi, con la regolazione degli interessi che era stata fissata alla scadenza.

	<b>Tempi indicativi</b>
<b>Annuncio</b>	Nello stesso giorno di annuncio della MRO (di norma il lunedì) ore 15:10
<b>Termine per la presentazione delle offerte delle controparti</b>	Nello stesso giorno di aggiudicazione della MRO (di norma il martedì) ore 10:30
<b>Annuncio e pubblicazione dei risultati di asta</b>	Nello stesso giorno di pubblicazione dei risultati della MRO (di norma il martedì) ore 12:30

(fonte: Banca d'Italia)

- **TLTRO-III** (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*): Le TLTRO-III rappresentano una configurazione mirata delle LTRO. Tramite queste operazioni, le banche possono ottenere liquidità dalla BCE a tassi di interesse piuttosto favorevoli, ma solo a condizione che utilizzino questi fondi per concedere prestiti alle imprese e alle famiglie. Tali finanziamenti hanno scadenze pluriennali, e sono volti, dunque, prevalentemente a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, tramite il sostenimento dell'erogazione del credito bancario all'economia reale, stimolando l'ammontare degli investimenti e, in generale, della crescita aggregata.
- **PELTRO** (*Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations*): Il 30 aprile 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di condurre, temporaneamente, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per l'emergenza pandemica (PELTRO), che sono una variante delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine introdotte precedentemente dalla BCE. Sono state progettate per fornire liquidità alle banche a condizioni molto favorevoli durante la pandemia. In particolare, sono state

utilizzate per assicurare che le banche potessero continuare a sostenere le esigenze di finanziamento delle imprese e delle famiglie, sostenendo le condizioni di liquidità del sistema finanziario dell'area dell'euro e contribuendo a preservare l'ordinato funzionamento dei mercati monetari tramite un efficace supporto di liquidità dopo la scadenza delle LTRO aggiuntive citate poc'anzi, condotte a partire da marzo 2020. Nella prassi, tali operazioni sono condotte mediante procedura di asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, applicando un tasso di interesse inferiore di 25 punti base a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata della rispettiva PELTRO. Le prime sette operazioni sono state condotte con frequenza indicativamente mensile tra maggio e dicembre 2020, con scadenze scaglionate tra luglio e settembre 2021.

Il 10 dicembre 2020 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di offrire quattro ulteriori operazioni PELTRO nel 2021, con frequenza trimestrale e durata di circa un anno, con l'obiettivo di implementare il supporto di liquidità fornito.

	<b>Tempi indicativi</b>
<b>Annuncio</b>	Giorno di annuncio ore 15:10
<b>Termine per la presentazione delle offerte delle controparti</b>	Giorno di aggiudicazione ore 10:30
<b>Annuncio e pubblicazione dei risultati di asta</b>	Giorno di aggiudicazione ore 12:30

(fonte: Banca d'Italia)

Elencate le tre *additional operations* poste in essere dalla BCE per fronteggiare al meglio gli effetti della pandemia, è necessario sottolineare brevemente il processo che ha portato le *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* all'implementazione del programma III.

Fino al marzo del 2017, le TLTRO sono state avviate in due distinti programmi: TLTRO-I, annunciato a giugno 2014; TLTRO-II, annunciato a marzo 2016.

In entrambi i programmi il finanziamento ottenibile da ciascuna banca è dipeso dall'ammontare dei prestiti concessi a società non finanziarie e famiglie.

A marzo 2019 il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato una terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III) da condurre con frequenza

trimestrale da settembre 2019 a marzo 2021, con una scadenza di due anni per ciascuna delle operazioni.

Come nei programmi precedenti, le TLTRO-III includono incentivi mirati per sostenere condizioni di finanziamento favorevoli nell'economia reale. Ciascuna operazione del programma ha una durata di tre anni e offre un tasso di interesse legato a quello delle principali operazioni di rifinanziamento. Inoltre, le controparti che raggiungono determinati obiettivi di prestazioni nel finanziamento, in determinati periodi, possono beneficiare di riduzioni del tasso di interesse applicato. In altre parole, le banche ricevono un tasso di interesse agevolato, ma se aumentano i prestiti all'economia reale, possono ottenere condizioni ancora più vantaggiose. Questo meccanismo mira a incoraggiare le banche a sostenere l'attività di prestito alle imprese e alle famiglie.

Nel settembre del 2019, in virtù dell'aggravarsi del quadro economico, il Consiglio direttivo ha modificato alcune caratteristiche delle operazioni.

A causa dell'urgente situazione legata alla pandemia di COVID-19, nel marzo del 2020, il Consiglio Direttivo della BCE ha introdotto condizioni più favorevoli per le operazioni finanziarie. Queste condizioni speciali sono entrate in vigore il 24 giugno 2020, rimanendo operative fino al 23 giugno 2021. Inoltre, nello stesso momento, il Consiglio Direttivo ha aumentato l'importo massimo di finanziamento che poteva essere richiesto, consentendo alle banche di ottenere fino al 50% del totale dei prestiti che avevano in essere entro il 28 febbraio 2019. Sono state anche eliminate le restrizioni sulla partecipazione alle aste e anticipata la possibilità di rimborsare anticipatamente i fondi presi in prestito dopo un anno dalla data di esecuzione di ciascuna operazione, a partire da settembre 2021; nell'aprile del 2020, il Consiglio Direttivo ha ulteriormente allentato le condizioni relative ai tassi di interesse e ai meccanismi di incentivo delle operazioni finanziarie.

A causa delle continue difficoltà economiche dovute alla pandemia in corso, nel dicembre 2020, il Consiglio Direttivo della BCE ha apportato ulteriori modifiche alle condizioni del programma TLTRO-III. Queste modifiche includono:

- la decisione di prolungare di 12 mesi, fino a giugno 2022, il periodo durante il quale le banche possono beneficiare di condizioni di finanziamento più favorevoli;

- la conduzione di tre operazioni finanziarie aggiuntive tra giugno e dicembre 2021 per fornire liquidità supplementare al sistema bancario;
- un nuovo criterio per valutare le prestazioni delle banche nel finanziamento, che influenzerà le condizioni dei tassi di interesse applicati;
- un aumento del finanziamento massimo ottenibile dalle banche, che è stato incrementato dal 50% al 55% del totale dei prestiti posti in essere al 28 febbraio 2019.

Successivamente, il 30 aprile 2021, sono state apportate ulteriori modifiche alle regole TLTRO-III per:

- rivedere le sanzioni in caso di mancato rispetto dei tempi per la presentazione di relazioni e valutazioni da parte dei revisori;
- fornire chiarimenti sui casi in cui i partecipanti possono cambiare da partecipazione individuale a quella di gruppo o unirsi a gruppi esistenti, e le procedure da seguire in tali circostanze;
- stabilire un'esenzione dall'obbligo di presentare una valutazione aggiuntiva da parte dei revisori in caso di riorganizzazioni aziendali o modifiche nella composizione dei gruppi;
- specificare gli obblighi di segnalazione e i calcoli dei tassi di interesse pertinenti nel caso in cui si verificano cambiamenti nella composizione di un gruppo o riorganizzazioni aziendali tra il 1° aprile 2021 e il 31 dicembre 2021.

Infine, il 27 ottobre 2022, in risposta all'aumento inaspettato e straordinario dell'inflazione, il Consiglio Direttivo della BCE ha apportato delle modifiche alle operazioni TLTRO-III, al fine di garantire coerenza con il processo di normalizzazione della politica monetaria. A partire dal 23 novembre, il tasso di interesse sulle operazioni TLTRO-III ancora in corso è stato legato al tasso di interesse di riferimento applicabile durante questo periodo. Tuttavia, il metodo di calcolo del tasso di interesse per il periodo fino al 22 novembre rimane invariato, considerando solo i tassi di interesse fino alla suddetta scadenza.

### 2.3 Le sfide affrontate dalla Fed e gli interventi correttivi

Completato il quadro d'analisi della gestione effettuata da parte della BCE circa le politiche monetarie adottate per fronteggiare al meglio la crisi, è necessario, prima di addentrarsi

nell'analisi della speculare risposta attuata dalla Fed, sottolineare nuovamente le differenze che intercorrono – a livello statutario - fra le due suddette istituzioni centrali.

Secondo le disposizioni statutarie, infatti, l'obiettivo primario della politica monetaria degli Stati Uniti si sostanzia nel raggiungimento del massimo impiego, cioè nel portare il tasso di disoccupazione al minimo livello perseguibile; questo *target* è accompagnato, in seconda battuta, dal mantenimento della stabilità dei prezzi e dalla fissazione di tassi di interesse moderati nel lungo termine. Quindi la Fed, differentemente da quanto fatto dalla BCE, intraprende politiche monetarie aventi l'obiettivo primario di tutelare l'occupazione, mentre la stabilità del sistema finanziario e bancario si ergono come obiettivi secondari.

Un altro appunto molto rilevante da annotare risiede nell'evidenziare il ruolo di garante del debito pubblico<sup>92</sup> degli Stati Uniti che la Fed, a differenza della BCE, incarna. Ciò implica, di conseguenza, che la Fed influisca notevolmente sul livello dei tassi di interesse attraverso la conduzione della propria politica monetaria; infatti, quando la Fed abbassa i tassi di interesse di riferimento, rende più economico per il governo emettere nuovi titoli di debito e rifinanziare quelli esistenti, aiutando a contenere i costi di finanziamento del debito pubblico.

Basandosi su quest'ultima considerazione, si può trarre un primo sostanziale punto di rottura nella conduzione delle politiche monetarie delle due istituzioni centrali: mentre la BCE ha varato principalmente strumenti non convenzionali per fornire liquidità a un sistema afflitto dallo stallo dei tassi di interesse a livelli prossimi (o inferiori) allo zero, la Fed, detentrica di una potestà estremamente più ampia circa le manovre da effettuare sui tassi di interesse di riferimento, è immediatamente intervenuta per ridurli in maniera massiccia.

Nelle prime settimane di marzo, infatti, ha operato ben due tagli sul *Federal Funds Rate*, portandolo dall'1,75% al valore di emergenza dello 0,25%, dunque diminuendolo di 150 punti base.

La Fed, inoltre, non ha mai escluso la possibilità di adottare nuovi programmi per il controllo della curva dei rendimenti. Questo strumento, già utilizzato da altri Paesi, può integrare le altre azioni di politica monetaria, consente all'autorità monetaria centrale di puntare su determinati tassi di interesse obiettivo a lungo termine, acquistando e vendendo obbligazioni di

---

<sup>92</sup>E' necessario appuntare che la Federal Reserve non è garante diretto del debito pubblico degli Stati Uniti, ma svolge comunque un ruolo cruciale nel garantire che il governo possa accedere a finanziamenti a costi ragionevoli e che i titoli di debito pubblico (*Treasury Bonds*) siano considerati investimenti sicuri.

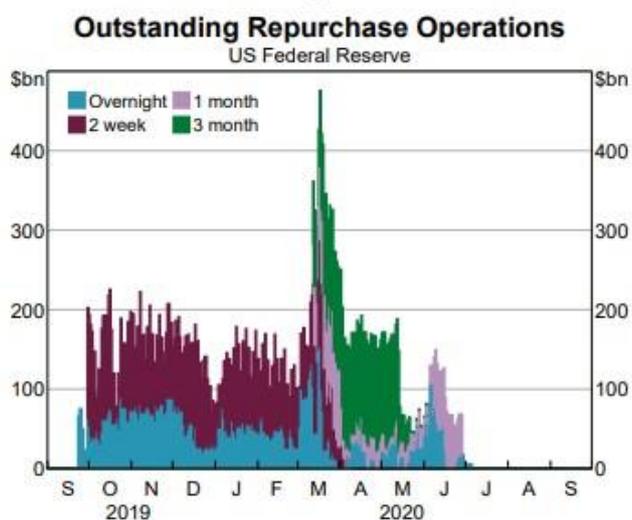
conseguenza. Sebbene abbia alcune caratteristiche in comune con il *quantitative easing*<sup>93</sup>, l'obiettivo del controllo della curva dei rendimenti è quello di manipolare in modo specifico i tassi a lungo termine stabilendo un target per i rendimenti obbligazionari. Il vantaggio di puntare su un rendimento, piuttosto che promettere di acquistare un determinato importo di titoli, è la maggiore flessibilità consentita alle autorità monetarie.



(fonte: COSA MUOVE I MERCATI, approfondimento di SoldiOnline.it)

Più nello specifico, per soddisfare la straordinaria domanda di liquidità, che si generò nei primi giorni della crisi, la *Federal Reserve* ha iniziato a condurre operazioni settimanali di riacquisto a 3 mesi. Alcune banche centrali hanno offerto termini ancora più lunghi nelle operazioni di riacquisto regolari.

<sup>93</sup>Il QE è stato uno degli strumenti chiave utilizzati nel contesto pandemico, rientrando nei programmi espansivi adottati dalla Fed per garantire l'iniezione di ben 3000 miliardi di dollari nel sistema, che hanno garantito un notevole incremento degli attivi in bilancio della banca centrale statunitense. In particolare, la Fed inizialmente aveva promesso di avviare un programma di *Quantitative easing* finalizzato all'acquisto di almeno 500 miliardi di titoli del Tesoro ed altri 200 miliardi di titoli garantiti da ipoteca, ma data la gravità della situazione, ha successivamente deciso di acquistare titoli ad oltranza, senza limiti, comprese le obbligazioni della società private.

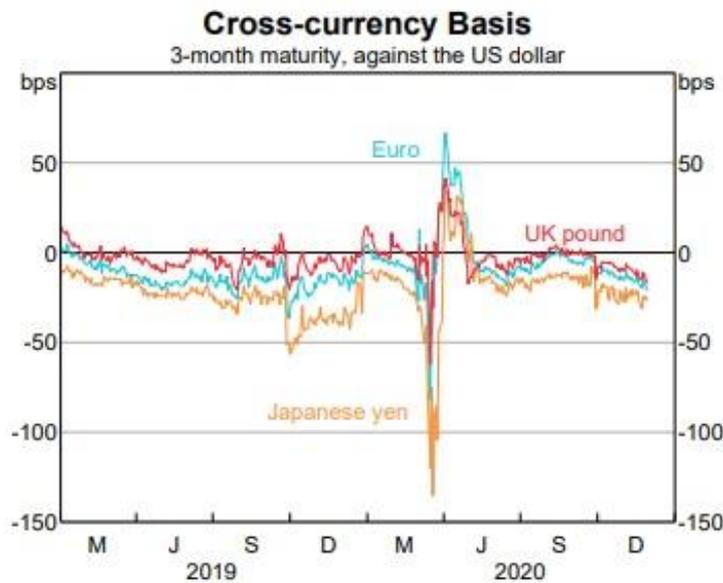


(fonte: Federal Reserve Bank of New York)

Per quanto riguarda, invece, il deterioramento delle condizioni nei mercati globali nel mese di marzo, si hanno avuto forti ripercussioni anche sui mercati del cambio (FX). Nei mercati spot FX si è verificato un allargamento della forbice degli spread tra i prezzi di acquisto (*bid price*) e di vendita (*ask price*), in concomitanza con una diminuzione della profondità di mercato.

L'inasprimento delle condizioni si è reso più evidente nel mercato degli *swap* valutari esteri (FX). Questi mercati sono una fonte importante di finanziamento in dollari statunitensi per molte istituzioni finanziarie non statunitensi; le tensioni sono emerse per via dell'accentuato aumento del costo del prestito in dollari statunitensi in cambio di altre valute (come euro o yen), che è stato ancora più grande rispetto all'aumento del costo del prestito in dollari statunitensi nei mercati statunitensi. La differenza tra questi tassi (nel mercato degli *swap* FX e nel mercato statunitense) è nota come *cross currency basis*<sup>94</sup>.

<sup>94</sup>Corrisponde alla differenza tra i tassi di interesse interbancari in due diverse valute. Questa differenza tra i tassi di interesse è essenzialmente il costo o il beneficio associato alla conversione da una valuta all'altra attraverso il mercato dei cambi (*foreign exchange o forex market*).



(fonte: Bloomberg)

In risposta a questi sviluppi, la *Federal Reserve* degli Stati Uniti e altre 14 banche centrali<sup>95</sup> hanno intrapreso azioni coordinate per migliorare la fornitura di liquidità in dollari statunitensi attraverso linee di *swap* in dollari statunitensi. Questa struttura serve a fornire dollari in cambio di valuta locale alle banche centrali dei paesi al di fuori degli Stati Uniti, che possono quindi prestare la valuta statunitense alle proprie istituzioni nazionali su base garantita e a costi inferiori e per periodi più lunghi rispetto a quanto disponibile sul mercato.

L'importo di dollari statunitensi presi in prestito attraverso queste strutture ha raggiunto un picco di circa 450 miliardi di dollari statunitensi, con una partecipazione particolarmente forte da parte delle istituzioni europee, affiancate dalla *Bank of Japan*. Il valore totale di dollari statunitensi estesi a entità non statunitensi tramite linee di *swap* in quei mesi era inferiore a quello osservato durante la grande crisi finanziaria (quasi 600 miliardi di dollari statunitensi); il costo del prestito in dollari statunitensi nei mercati degli *swap* era rapidamente diminuito dopo l'introduzione di queste misure di politica economica.

La Fed escluse da questo programma la Cina, insieme ad altre importanti banche centrali mondiali quali quelle di India, Russia e Arabia Saudita, esponendo gli Stati Uniti al rischio relativo alla qualifica della Cina come uno dei più grandi investitori esteri che avrebbero potuto liquidare i propri investimenti in Treasuries per ottenere i dollari utili al proprio fabbisogno.

<sup>95</sup>Fra queste annoveriamo il consolidamento degli accordi con le banche centrali appartenenti al *network C6* (BCE, Banca del Canada, Banca del Giappone, Banca Centrale Elvetica e Banca d'Inghilterra).

Con la finalità di mitigare i rischi derivanti da una simile situazione, Fed ha istituito una temporanea struttura di accordi di riacquisto accessibile da tutte le autorità monetarie internazionali, denominata *FIMA Repo Facility*, analizzata nel dettaglio nel paragrafo 2.3.3.

Infine, è necessario aggiungere quanto la Fed abbia programmato altre azioni di politica monetaria non convenzionale, avviando un articolato programma di supporto a banche e imprese (anche medio-piccole), profondamente colpite dallo scoppio della crisi pandemica. Fra tali misure annoveriamo:

- il *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF), progettato per fornire liquidità alle società emittenti di debito aziendale al fine di garantire che queste aziende possano continuare a finanziare le loro operazioni durante la crisi economica causata dalla pandemia;
- il *Secondary Market Corporate Credit Facility* (SMCCF), programma di emergenza avviato dalla *Federal Reserve* per sostenere il mercato dei titoli di debito aziendale; a differenza del *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF), che si concentra sull'acquisto di nuovi titoli di debito emessi direttamente dalle società, il SMCCF si concentra sul mercato secondario, ovvero l'acquisto di titoli di debito aziendale esistenti già in circolazione;
- il *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), utile a sostenere il mercato del *commercial paper*<sup>96</sup> durante periodi di tensione finanziaria, come la crisi finanziaria del 2008 e, in questo caso, la pandemia da COVID-19, sostenendo la fiducia nel mercato del *commercial paper* e garantendo che le aziende possano ottenere il finanziamento di cui hanno bisogno per continuare le loro attività quotidiane.

Infine, è necessario citare il *Main Street Lending Program*, che verrà discusso più approfonditamente nel seguente paragrafo (2.3.1).

### 2.3.1 Il *Main Street Lending Program*

*“Milioni di posti di lavoro sono evaporati negli Stati Uniti, mentre le aziende hanno dovuto chiudere durante il blocco per la pandemia. Anche se a maggio sono stati creati 2,5 milioni di*

---

<sup>96</sup>Il *commercial paper* è un tipo di strumento finanziario a breve termine emesso da società per ottenere finanziamenti temporanei per le loro operazioni quotidiane.

*posti di lavoro netti positivi, il più grande balzo mai registrato, il paese è ancora molto lontano dai suoi livelli occupazionali pre-covid. Le imprese che hanno già licenziato i lavoratori potranno ancora richiedere i prestiti della Fed, la quale si aspetta che i mutuatari facciano sforzi commercialmente ragionevoli per trattenere i dipendenti, dato il contesto economico”<sup>97</sup>.*

A livello statutario, come ormai noto, la preoccupazione della Fed per il livello di occupazione sul suolo americano è sempre stata dirimente: da questa premessa muove i passi lo sviluppo di un nuovo programma, che potesse aiutare le piccole e medie messe in difficoltà dalla minaccia pandemica.

Come anticipato poc’anzi, il *Main Street Lending Program*, annunciato nell’aprile del 2020 ed entrato in vigore due mesi dopo, è un programma di emergenza creato dalla Fed per fornire prestiti quinquennali alle piccole e medie imprese (PMI), al fine di aiutarle a fronteggiare gli impatti economici della pandemia; si differenzia dal *Paycheck Protection Program* (PPP) dal momento che è stato appositamente creato per andare a soddisfare la necessità di erogazione di finanziamenti per le aziende ritenute troppo grandi per il rientrare nel programma del PPP, gestito da *Treasury* e *US Small Business Administration*. Quest’ultimo, infatti, offre prestiti a società che nella maggior parte dei casi non devono avere più di 500 dipendenti. Tuttavia, alcuni potenziali mutuatari lamentano il fatto che il programma del *Main Street* impone tassi di interesse troppo elevati e richiede di rimborsare i prestiti troppo rapidamente.

Lo stanziamento effettuato da parte della Fed, esteso fino al 30 settembre 2020, ammonta a 600 miliardi di dollari, affiancato dai 75 miliardi di dollari forniti dal Ministero del tesoro utili a coprire potenziali perdite su prestiti.

Il programma, dal punto di vista operativo, è stato progettato per sostenere le PMI che possono avere difficoltà ad ottenere finanziamenti dai tradizionali canali di prestito durante situazioni emergenziali, andandosi strutturalmente a configurarsi nella seguente maniera:

- innanzitutto, le PMI che vogliono aderire al programma sono sottoposte a requisiti e vincoli di eleggibilità, tra cui il emerge la presentazione di una situazione finanziaria solida prima dell’insorgenza della pandemia. Tuttavia, i requisiti sono stati successivamente riadattati per consentire una più ampia partecipazione delle imprese

---

<sup>97</sup><https://investire.biz/banche-centrali/main-street-lending-program-cosa-e-come-funziona-programma-fed-coronavirus>

(la Fed ha, in seconda battuta, esteso i limiti delle società ammissibili al programma alle imprese con un massimo di 15.000 dipendenti o fino a 5 miliardi di dollari di fatturato annuo);

- in seguito, è fondamentale l'intermediazione di banche commerciali e altre istituzioni finanziarie autorizzate a erogare prestiti, che fungono da raccordo fra la Fed e le PMI che cercano finanziamenti;
- a questo punto, le PMI possono richiedere prestiti a medio termine attraverso le suddette banche aderenti al programma.

I prestiti del *Main Street Program* hanno un piano di rimborso a medio termine e tassi di interesse che riflettono il costo di finanziamento della Fed, per garantire accessibilità a tutti i richiedenti.

Il programma opererà attraverso tre strutture:

- la nuova linea di prestito principale, *Main Street New Loan Facility* (MSNLF);
- la struttura di prestito prioritario, *Main Street Priority Loan Facility* (MSPLF);
- la struttura di prestito ampliato, *Main Street Expanded Loan Facility* (MSELF).

A queste tre linee, dal 22 giugno 2020, la *Federal Reserve* e il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti hanno affiancato due strutture progettate per supportare i prestiti alle organizzazioni no-profit:

- *Nonprofit Organization New Loan Facility* (NONLF);
- *Nonprofit Organization Expanded Loan Facility* (NOELF).

I prestiti sono variati da 250.000 a 300 milioni di dollari, spalmati, come già anticipato, su durata quinquennale a tassi variabili. I pagamenti sono stati differiti, senza richiedere capitale per due anni e senza interessi per un anno. La Fed ha ridotto la dimensione minima dei prestiti per renderli più accessibili alle piccole imprese.

Per rendere sostenibile il programma ed eliminare il rischio dai bilanci delle banche, stimolandole a concedere più prestiti, la Fed ha acquistato il 95% di ciascun prestito concesso nell'ambito della struttura, compresi quelli concessi prima del 10 giugno.

### 2.3.2 La *Forward Guidance*

Nel rispondere alla crisi da COVID-19, la *Federal Reserve* ha sia abbassato il tasso dei fondi federali, come è stato possibile notare precedentemente, che fornito indicazioni sulle mosse e sulle aspettative future.

Le indicazioni future fornite nelle riunioni del FOMC di aprile e giugno 2020 hanno modificato le aspettative del pubblico riguardo ai futuri tassi di politica monetaria, alla crescita del PIL e all'inflazione, risultando efficaci nel modificare le aspettative del pubblico riguardo all'andamento dei tassi, meno efficaci nel modificarne le aspettative riguardo alle variabili economiche fondamentali. Tale differenza potrebbe essere spiegata dal fatto che le dichiarazioni del FOMC possono essere interpretate in due modi differenti, senza che il pubblico riesca a coglierne l'ambivalenza: alcuni sembravano interpretare l'orientamento futuro come un impegno di politica, alcuni sembravano interpretarlo come una proiezione di politica, mentre altri sembravano interpretarlo in entrambi i modi.

All'inizio della crisi da COVID-19, la *Federal Reserve* ha prontamente risposto abbassando il tasso dei fondi federali al suo limite inferiore effettivo. Ha accompagnato questo taglio del tasso di politica con una *forward guidance*<sup>98</sup>, strumento di politica monetaria che consiste nel fornire informazioni al pubblico sul probabile percorso dei tassi di politica futura. Gli orientamenti futuri forniti dalla Fed in ogni riunione del FOMC da metà marzo annunciavano che il tasso sarebbe dovuto rimanere in un intervallo compreso tra lo 0 e i 25 punti base, almeno fino a quando i membri del Comitato non fossero stati più fiduciosi circa il raggiungimento dei conclamati obiettivi di stabilità dei prezzi e di piena occupazione.

Durante la riunione di giugno la *Federal Reserve* ha pubblicato il *Summary of Economic Projections* (SEP), un rapporto in cui i membri del Comitato forniscono le loro previsioni per le future variabili economiche. Il SEP di giugno ha rivelato che, nonostante avessero previsioni diverse per il tasso di crescita del PIL reale e il tasso di disoccupazione, tutti e 17 i partecipanti al Comitato prevedevano di mantenere il tasso al suo limite inferiore effettivo fino alla fine dell'anno successivo. Di questi, 15 prevedevano che il tasso rimanesse stabile su quei livelli

---

<sup>98</sup>Come si vedrà nel capitolo 3, è uno strumento importante nelle strategie di politica monetaria perché può influenzare le aspettative del mercato e, di conseguenza, il comportamento economico. Ad esempio, se una banca centrale comunica chiaramente che manterrà bassi i tassi di interesse per un periodo prolungato, ciò può incoraggiare la spesa e gli investimenti, contribuendo alla crescita economica. Inoltre, può contribuire a stabilizzare i mercati finanziari, riducendo l'incertezza sugli sviluppi futuri delle politiche monetarie

anche nel 2022. La pubblicazione del SEP ha permesso al pubblico di ottenere informazioni di stampo quantitativo sul probabile percorso della politica monetaria futura, oltre alle informazioni qualitative fornite nelle dichiarazioni post-riunione.

Il mercato si aspettava che il tasso di politica rimanesse pari a zero con una probabilità del 100% prima della riunione del FOMC di aprile. Tuttavia, dopo la riunione, la probabilità di un tasso di politica zero è scesa al 99%. Al contrario, la riunione del FOMC di giugno ha alzato significativamente le aspettative per un tasso previsto a dicembre 2020 pari a zero. La probabilità che il tasso rimanesse a zero è infatti aumentata dall'88% il giorno prima della riunione del FOMC al 100% il giorno dopo la riunione.

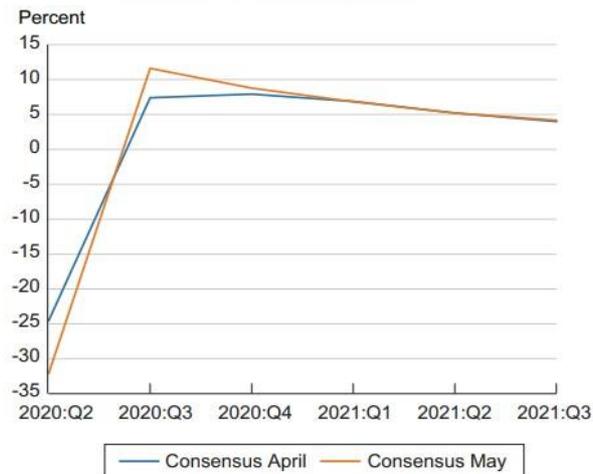
In sintesi, la riunione del FOMC di giugno ha abbassato con successo le aspettative del mercato riguardo al tasso dei *federal funds* fino al 2021, cosa che non era invece riuscita alla riunione del FOMC di aprile.

Per quanto riguarda, invece, le aspettative del pubblico riguardo alle previsioni delle variabili economiche fondamentali, si considerano la crescita reale del PIL e l'inflazione, tramite due appositi sondaggi: il *Chip Economic Indicators* e il *Survey of Primary Dealers* della *Federal Reserve Bank* di New York.

Il sondaggio *Blue Chip Economic Indicators* (BCEI) raccoglie previsioni dagli economisti aziendali durante i primi giorni di ogni mese; dai risultati dei sondaggi di aprile e maggio si possono studiare le variazioni nelle aspettative riguardo all'economia dovute alla riunione del FOMC di aprile, mentre dai risultati dei sondaggi di giugno e luglio si possono confrontare le variazioni nelle aspettative dovute alla riunione del FOMC di giugno.

Le aspettative di crescita del PIL reale dal secondo trimestre del 2020 al terzo trimestre del 2021 sono cambiate dopo la riunione del FOMC di aprile 2020, esattamente al pari delle aspettative di inflazione misurate dall'indice dei prezzi al consumo (CPI).

**Figure 3. Expectations of Real GDP Growth before and after April FOMC Meeting (BCEI)**



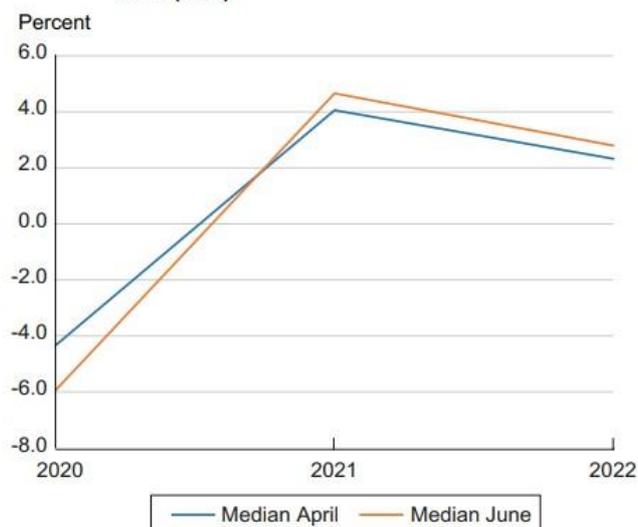
(fonte: Blue Chip Economic Indicators)

Dopo la riunione del FOMC di giugno, invece, non ci sono state praticamente modifiche nelle aspettative di crescita del PIL reale previste. C'è stato un aumento del tasso di inflazione previsto per il terzo trimestre del 2020, bilanciato però da un rallentamento delle aspettative di inflazione per la fine dell'anno.

Per il *Survey of Primary Dealers* (SPD), la *Federal Reserve* di New York chiede ai principali intermediari, circa due settimane prima di ciascuna riunione del FOMC, le loro aspettative sull'economia futura.

Le aspettative di crescita del PIL reale (misurate su base annuale da trimestre a trimestre per il 2020, 2021 e 2022) evidenziate da questo sondaggio sono cambiate dopo la riunione del FOMC di aprile. Nel momento in cui i principali intermediari sono stati intervistati a giugno, erano diventati più pessimisti riguardo alla crescita futura del PIL fino alla fine del 2020 rispetto a quanto erano stati prima della riunione del FOMC di aprile. La proiezione mediana della crescita del PIL reale nel 2020 era inferiore a giugno rispetto ad aprile. Tuttavia, a giugno i principali intermediari erano leggermente più ottimisti riguardo all'andamento dell'economia nel 2021 rispetto a quanto lo fossero stati ad aprile.

**Figure 7. Expectations of Real GDP Growth in April and June (SPD)**



(fonte: Federal Reserve Bank of New York, Survey of Primary Dealers)

Le aspettative del tasso di inflazione futuro, misurato dall'indice dei prezzi delle spese per consumi personali escludendo i prezzi di cibo ed energia (indice dei prezzi PCE di base), sono cambiate dopo la riunione del FOMC di aprile, abbassandosi; le aspettative riguardo all'economia futura, dopo la riunione di giugno, si sono leggermente alzate per il breve termine, per poi tornare a stabilizzarsi sul livello delle precedenti aspettative per il 2021 e il 2022. Similmente ai modelli riscontrati nel BCEI, non ci sono state praticamente alcune modifiche nel tasso di crescita atteso del PIL reale o nel tasso di inflazione core PCE atteso fino alla fine del 2022 da giugno a luglio.

In sintesi, la pubblicazione del SEP a seguito della riunione di giugno ha ridotto con successo le aspettative del pubblico riguardo ai tassi futuri di politica monetaria, senza però migliorare significativamente le aspettative del pubblico riguardo all'andamento dell'economia futura. Ci sono state alcune variazioni marginali nelle aspettative di crescita del PIL reale a breve termine e di inflazione entro la fine del 2020, ma nessuna variazione sostanziale nelle aspettative per gli aggregati fondamentali dell'economia sia nel 2021 che in seguito.

Questi due sondaggi dimostrano che il modello della *forward guidance* è stato in grado di modellare con successo le aspettative riguardo alla futura politica monetaria, ma non ha portato a grandi cambiamenti nelle aspettative dei principali aggregati dell'economia nel medio-lungo termine.

Una possibile spiegazione potrebbe essere che, poiché le variazioni nelle aspettative di conduzione politica erano modeste, le conseguenti variazioni nelle aspettative economiche erano, conseguentemente, irrilevanti, poiché i suddetti cambiamenti di macro-variabili economiche sono difficili da individuare nelle previsioni basate su dati mensili.

Inoltre, il pubblico potrebbe aver interpretato la *forward guidance* in uno dei seguenti due modi:

- la prima interpretazione è che la *forward guidance* riflettesse l'impegno della Fed a mantenere i tassi ancorati al limite inferiore zero almeno fino al 2022;
- la seconda interpretazione è che la *forward guidance* fosse la proiezione della Fed del tasso più appropriato per il futuro condizionato alla sua proiezione della futura traiettoria economica.

In un modello economico con famiglie, aziende e mercati finanziari che guardano al futuro, queste due interpretazioni hanno un impatto opposto sulle aspettative dell'economia futura.

Se la *forward guidance* è considerabile un impegno di politica, gli attori del mercato comprendono che c'è la possibilità che l'economia futura si riprenda più rapidamente, ma il tasso futuro è ancorato a zero a causa della volontà della Fed. In questo caso, l'orientamento futuro aumenta le loro aspettative di crescita futura della produzione e dell'inflazione.

Se la *forward guidance* è considerata una proiezione di politica secondo la quale il tasso di politica più appropriato sarà vicino allo zero fino alla fine del 2022, ne deriva la garanzia che l'economia non possa riprendersi prima di quella data. In questo caso, gli attori del mercato rivedranno anche le loro aspettative in modo più pessimistico, riducendo le aspettative di inflazione e crescita della produzione aggregata.

In sintesi, se il pubblico non fosse in grado di discernere almeno una visione dominante su quale delle due interpretazioni affibbiare alla *forward guidance* propugnata durante i primi mesi di crisi pandemica, quest'ultima potrebbe non essere in grado di cambiare significativamente le aspettative del pubblico sull'economia futura.

### 2.3.3 FIMA Repo Facility

Come accennato precedentemente nel paragrafo 2.3, dal momento che grandi colossi internazionali come Cina, Arabia Saudita e Russia erano stati esclusi dagli accordi sulle linee

di *swaps* in dollari, non rientrandone fra i beneficiari, la Fed istituì un programma temporaneo, il *Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facilities*, che riguardava la stipulazione di accordi di riacquisto che fossero accessibili a tutte le autorità monetarie internazionali che detenessero un conto FIMA presso la *Federal Reserve Bank*.

Questo programma è stato progettato per affrontare problemi di scarsità di dollari statunitensi nei mercati finanziari globali durante la crisi pandemica, facendo in modo che le istituzioni eleggibili come potenziali beneficiarie potessero fornire titoli del Tesoro degli Stati Uniti come garanzia e ottenere prestiti in dollari statunitensi dalla *Federal Reserve* attraverso il meccanismo di *repo*<sup>99</sup> (acquisto temporaneo e successiva vendita dei titoli). Tali dollari possono poi essere utilizzati dai beneficiari di queste linee di credito per affrontare problemi di liquidità o per sostenere le proprie attività finanziarie, a partire dalla generazione di impulso tramite cui risollevarle le proprie economie durante la pandemia.

La struttura implementata per questo programma riduce la necessità per le banche centrali di vendere direttamente i loro titoli del Tesoro in mercati poco liquidi, contribuendo a evitare disagi nel mercato dei titoli del Tesoro e a evitare pressioni al rialzo sui rendimenti. Consentendo alle banche centrali di utilizzare i loro titoli per ottenere rapidamente ed efficientemente dollari statunitensi, la struttura sosterrà anche i mercati locali denominati in dollari statunitensi, rafforzando la fiducia dei mercati.

A livello pratico, il funzionamento di tali operazioni consentirebbe alle banche centrali estere di ottenere temporaneamente dollari statunitensi vendendo titoli del Tesoro degli Stati Uniti *all'Open Market Account* del *Federal Reserve System*, accordandosi di ricomprarli alla scadenza dell'accordo di riacquisto. La durata dell'accordo sarà *overnight*, ma può essere prorogata se necessario. La transazione verrà effettuata a un tasso di interesse di 25 punti base sopra il tasso di IOER (*Interest on Excess Reserves*), che di solito supera i tassi di *repo* privati quando il mercato dei titoli del Tesoro funziona bene; quindi, la struttura viene principalmente utilizzata solo in circostanze eccezionali (come quelle pandemiche).

---

<sup>99</sup>Abbreviazione di *repurchase agreement*; le operazioni di *repo* sono fondamentali per i mercati finanziari e per la gestione della liquidità delle istituzioni finanziarie, tra cui le banche centrali. Possono essere utilizzate per regolare la liquidità dei mercati, gestire i tassi di interesse e sostenere la stabilità finanziaria.

## CAPITOLO III: LA REAZIONE DI MERCATO AGLI ANNUNCI DELLE BANCHE CENTRALI

Come discusso nei capitoli precedenti, l'obiettivo finale delle politiche monetarie è espresso in termini di effetto su variabili macroeconomiche come l'inflazione, e quindi - indirettamente - sul livello della domanda di consumi e investimenti, sull'occupazione, ecc. ecc. Tuttavia, l'influenza degli strumenti di politica monetaria su queste variabili spesso non risulta immediata. Gli effetti più diretti e immediati delle azioni di politica monetaria, come le variazioni del tasso interbancario, si riflettono in prima istanza sui mercati finanziari. In particolare, influenzando i prezzi e i rendimenti degli *asset* finanziari, i responsabili delle politiche monetarie hanno lo scopo primario di modificare il comportamento economico in modo da contribuire al raggiungimento del loro obiettivo finale, che si sostanzia nel controllo del livello di inflazione. Comprendere i legami tra politica monetaria e i prezzi delle attività finanziarie (azioni e obbligazioni) è quindi di fondamentale importanza per determinare il meccanismo di trasmissione a seguito delle decisioni delle banche centrali.

A tal fine, il presente capitolo si basa sull'adozione della metodologia *event study*, che analizza la reazione del mercato rispetto ad un evento specifico (in questo caso, determinati annunci di politica monetaria effettuati da parte delle banche centrali a partire dal 2020). Nella fattispecie, si analizzerà la reazione del mercato e come questa si realizza nei giorni attorno all'annuncio, osservando in tal modo se e in quale misura i mercati rispondano a tali annunci.

### 3.1 Analisi della reazione del mercato agli annunci delle banche centrali

Una metrica comune per comprendere gli effetti degli annunci delle banche centrali è, come detto, lo studio della reazione dei mercati finanziari. Supponendo che i mercati siano efficienti, il grado di variazione dei prezzi di mercato può essere preso come misura fondamentale di quanto le decisioni della banca centrale influenzino le aspettative degli operatori finanziari. A tal fine, nel corso di svariati decenni sono state sviluppate ricerche significative all'interno della letteratura accademica volte a indagare le reazioni del mercato a seguito dei cambiamenti nella politica della banca centrale (e in particolare da parte della Fed e della BCE). Questo paragrafo propone una sintesi dei principali contributi in questo settore.

Il lavoro condotto da Rosa e Verga (2008)<sup>100</sup> esamina l'effetto degli annunci BCE sul processo di determinazione del prezzo dei *futures Euribor* utilizzando una serie di dati giornalieri. In primo luogo, gli autori dimostrano che due categorie di annunci tendono a influenzare significativamente i mercati finanziari il giorno delle riunioni del Consiglio direttivo della BCE, vale a dire la decisione sui tassi di riferimento della BCE e la giustificazione del suo orientamento di politica monetaria. Le evidenze dello studio dimostrano che la componente inaspettata delle spiegazioni della BCE ha un impatto significativo e considerevole sui prezzi dei *futures*. In ultimo, la comunicazione interagisce con l'apprendimento da parte degli attori del mercato sulla credibilità della banca centrale. I risultati suggeriscono che il mercato dei *futures Euribor* è efficiente.

Mediante lo studio di un differente ambito geografico, Wang e Mayes (2012)<sup>101</sup> affrontano l'impatto degli annunci sui tassi di politica monetaria nazionali sui mercati azionari in Nuova Zelanda, Australia, Regno Unito e nell'Eurozona, utilizzando la metodologia *event study* per identificare la reazione dei prezzi delle azioni alla componente inaspettata degli annunci di politica monetaria. I risultati mostrano che c'è un effetto maggiore relativo al periodo della crisi finanziaria nell'Eurozona e nel Regno Unito, mentre il comportamento in Nuova Zelanda e Australia non è significativo.

L'analisi di Hofmann e Zhu (2013)<sup>102</sup> si concentra sull'impatto sulle misure di mercato e sulle metriche basate sulle indagini delle aspettative di inflazione dei programmi di acquisto di attività avviati dalla Fed e dalla *Bank of England* sulla scia della crisi finanziaria globale. La ricerca sostiene che, sebbene l'impatto quantitativo degli acquisti di *asset* delle banche centrali sia discutibile, questi annunci hanno avuto un impatto importante nella stabilizzazione dei mercati. Nonostante poi l'attuazione dei programmi di acquisto di attività abbia comportato considerevoli revisioni al rialzo delle misure di previsione dell'inflazione a breve e lungo termine verso i livelli pre-crisi, la risposta dei tassi *swap* sull'inflazione intorno agli annunci del programma suggerisce che gli acquisti di *asset* delle banche centrali non siano stati probabilmente la causa principale di tali cambiamenti.

---

<sup>100</sup> Rosa, C., Verga, G. (2008). *The impact of central bank announcements on asset prices in real time. Thirteenth issue (June 2008) of the International Journal of Central Banking.*

<sup>101</sup> Wang, S., Mayes, D. G. (2012). *Monetary policy announcements and stock reactions: An international comparison. The North American Journal of Economics and Finance, 23(2), 145-164.*

<sup>102</sup> Hofmann, B., Zhu, F. (2013). *Central bank asset purchases and inflation expectations. BIS Quarterly Review, March 2013.*

Fiordelisi e Galloppo (2018)<sup>103</sup> analizzano le reazioni dell'andamento dei corsi azionari agli annunci di politica monetaria e fiscale in dodici mercati azionari di tutto il mondo, nel periodo compreso tra il 1° giugno 2007 e il 30 giugno 2012. A differenza di alcuni contributi precedenti incentrati sull'effetto degli interventi focalizzati sulle azioni di politica monetaria, l'articolo si concentra sugli indici azionari che catturano l'intero mercato azionario o vari settori. Stimando la reazione associata agli *abnormal returns* delle azioni intorno alla data di annuncio, si dimostra che: (i) gli indici relativi a specifici settori industriali reagiscono agli interventi politici in modo diverso rispetto all'indice azionario generale, (ii) i rendimenti azionari reagiscono negativamente alle misure restrittive negli indici del settore generale e non bancario e (iii) la reazione delle azioni alle misure espansive è più forte all'inizio della crisi finanziaria.

Nello studio estensivo condotto da van den End e Samarina (2021)<sup>104</sup> si esamina l'impatto della comunicazione delle decisioni di politica monetaria della BCE sui prezzi dei mercati finanziari infra-giornalieri. Questa ricerca utilizza la banca dati degli *event-study* sulla politica monetaria dell'area dell'euro. Il *database* raccoglie gli annunci di politica monetaria, misurati come variazioni infra-giornaliere dei prezzi delle attività immediatamente dopo le decisioni del Consiglio direttivo della BCE. Di conseguenza, i dati riflettono l'impatto degli annunci di politica monetaria della BCE (secondo cui la direzione della causalità va dalla politica monetaria ai prezzi degli *asset*). L'analisi si concentra sulle variazioni dei prezzi delle attività intorno alla finestra dell'evento monetario, che include sia la finestra del comunicato stampa che la finestra della conferenza stampa. È suddiviso in tre sotto-campioni: (i) un periodo precedente alla crisi mondiale (gennaio 1999 - maggio 2007), in cui il tasso di riferimento è stato il principale strumento di politica monetaria, (ii) la crisi del credito e del debito sovrano dell'area dell'euro (giugno 2007-dicembre 2014), in cui la BCE ha utilizzato strumenti non convenzionali, e (iii) il periodo in cui è stato attuato il *quantitative easing* (QE) (gennaio 2015-giugno 2020). Negli ultimi due periodi, la BCE ha anche fornito indicazioni prospettiche sui tassi di interesse chiave e sugli acquisti di attività. Per valutare la sensibilità delle sorprese di politica monetaria, viene esaminata la volatilità e le fasi in cui la distribuzione delle sorprese dei mercati finanziari è maggiore. L'analisi è condotta su diverse *asset class*: i tassi sugli *swap* indicizzati *overnight* privi di rischio, *lo spread* dei titoli sovrani di Italia e Spagna rispetto al

---

<sup>103</sup> Fiordelisi, F., Galloppo, G. (2018). *Stock market reaction to policy interventions. The European Journal of Finance*, 24(18), 1817-1834.

<sup>104</sup> van den End, J. W., Samarina, A. (2021). Sensibilità dei mercati finanziari agli annunci della BCE. CEPR, Articolo pubblicato il 2 gennaio 2021.

tasso *swap* indicizzato *overnight*, l'indice STOXX50 e il tasso di cambio euro-dollaro (definito come dollari USA per un euro). L'analisi indica che, a seguito della crisi finanziaria globale, i prezzi delle attività finanziarie sono diventati più sensibili agli interventi di politica monetaria nell'area dell'euro. Mentre le misure di allentamento monetario hanno contribuito a mitigare i rischi al ribasso nei mercati finanziari e nell'economia, la politica monetaria stessa sembra essere diventata una delle principali fonti di volatilità del mercato. Secondo gli autori, ciò sottolinea l'importanza di una comunicazione chiara e attenta da parte della banca centrale, in modo che gli operatori di mercato abbiano una buona comprensione della funzione di reazione delle banche centrali.

Altavilla *et al.* (2019)<sup>105</sup> valutano le informazioni fornite dalla BCE sulle date di riferimento delle politiche dalla sua istituzione, utilizzando i pertinenti dati di mercato. L'evidenza mostra che i fattori principali sono in grado di catturare tutti i cambiamenti nella curva dei rendimenti, ma che si tratta di fattori diversi con diverse probabilità di varianza nella finestra di annuncio (cioè l'intervallo che include l'annuncio della decisione politica e la conferenza stampa). Va inoltre osservato che il fattore di politica monetaria legato al QE è stato dominante nell'ultimo periodo e che gli effetti della *forward guidance* e del QE sono molto persistenti sulla parte più ampia della curva dei rendimenti. L'analisi mostra inoltre che le risposte degli indici azionari generali e bancari alle sorprese di politica monetaria dipendono dalla natura percepita delle sorprese di politica monetaria. D'altra parte, non vi è alcuna evidenza circa risposte asimmetriche dei mercati finanziari a sorprese positive e negative, contrariamente alle teorie degli effetti asimmetrici della politica monetaria.

Krieger *at al.* (2014)<sup>106</sup> esaminano la risposta degli indici di volatilità implicita statunitensi (VIX) e tedeschi (VDAX) all'annuncio di decisioni di politica dei tassi di interesse da parte del *Federal Open Market Committee* (per la Fed) e della BCE. I risultati dimostrano che il VIX tende a contrarsi nei giorni delle riunioni del FOMC. Inoltre, ci alcune evidenze indicano che il VDAX diminuisce nei giorni di riunione del FOMC, ma non è correlato ai giorni di riunione della BCE. Il VIX non è correlato ai giorni di riunione della BCE. Nel loro insieme, i risultati suggeriscono una posizione di rilievo per il FOMC nel determinare i livelli di incertezza sia a

---

<sup>105</sup> Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R. S., Motto, R., Ragusa, G. (2019). *Measuring euro area monetary policy*. *Journal of Monetary Economics*, 108, 162-179.

<sup>106</sup> Krieger, K., Mauck, N., Vazquez, J. (2015). *Comparing US and European market volatility responses to interest rate policy announcements*. *International Review of Financial Analysis*, 39, 127-136.

livello nazionale che all'estero rispetto a una sostanziale mancanza di relazione tra i livelli di volatilità del mercato e le riunioni della BCE.

Con riferimento alle politiche adottate durante il periodo COVID-19, Rebucci *et al.* (2022)<sup>107</sup> conducono un'analisi *event study* su 30 annunci di QE da parte di 21 banche centrali sui rendimenti giornalieri dei titoli di Stato e sui tassi di cambio bilaterali del dollaro USA a marzo e aprile 2020, in un momento di gravi turbolenze finanziarie globali dovute alla diffusione dell'epidemia da COVID-19. Il lavoro esamina anche la trasmissione delle novità sui tassi di interesse a lungo termine in un modello basato sullo *standard di rendimento anomalo* stimato con dati trimestrali pre-COVID-19. Gli autori osservano che il QE non ha perso efficacia nelle economie avanzate e che la sua trasmissione internazionale è coerente con il funzionamento della parità dei tassi di interesse a lungo termine e un grande *shock* da carenza di liquidità nel sistema durante il periodo COVID-19. Nei mercati emergenti, l'impatto del QE sui rendimenti obbligazionari è molto più forte e la sua trasmissione ai tassi di cambio è qualitativamente diversa rispetto alle economie avanzate. L'evidenza che gli autori riportano illustra il ruolo centrale della Fed nella trasmissione globale degli *shock* dei tassi di interesse a lungo termine, ma anche il campo specifico di intervento della singola banca centrale nell'influenzare le condizioni dei mercati finanziari locali (controllando i fattori co-fondatori e le ricadute di altri paesi). Infine, i dati dimostrano che gli interventi di QE possono avere notevoli effetti reali sulla produzione aggregata, alla luce di un impatto molto persistente sui tassi di interesse a lungo termine.

Harjoto *et al.* (2021)<sup>108</sup>, utilizzando l'annuncio dell'OMS dell'11 marzo 2020 e l'annuncio della Fed del 9 aprile 2020 come due eventi che rappresentano lo *shock* e il successivo stimolo, rilevano che il COVID-19 ha causato uno *shock* negativo per i mercati azionari globali, in particolare nei mercati emergenti e per le piccole imprese. Gli autori concludono che il mercato azionario statunitense ha registrato rendimenti decisamente positivi dallo stimolo della Fed rispetto ad altri mercati sviluppati ed emergenti. I rendimenti anomali positivi derivanti dall'annuncio di una politica monetaria rivolta al supporto dell'economia sono andati a beneficio prevalentemente dalle grandi società rispetto alle piccole imprese.

---

<sup>107</sup> Rebucci, A., Hartley, J. S., Jiménez, D. (2022). *An event study of COVID-19 central bank quantitative easing in advanced and emerging economies. In Essays in Honor of M. Hashem Pesaran: Prediction and Macro Modeling* (Vol. 43, pp. 291-322). Emerald Publishing Limited.

<sup>108</sup> Harjoto, M. A., Rossi, F., Paglia, J. K. (2021). COVID-19: *Stock market reactions to the shock and the stimulus. Applied Economics Letters*, 28(10), 795-801.

In ultimo, Gil de Rubio Cruz *et al.* (2022)<sup>109</sup> analizzano la ragione per cui gli aumenti a sorpresa dei livelli di inflazione abbiano spesso un forte impatto negativo sui mercati statunitensi. Secondo l'autore, gli *shock* inflazionistici positivi si traducono in una variabilità sostanzialmente più forte delle serie temporali dei prezzi delle azioni rispetto alle sorprese inflazionistiche negative. Nel campione adoperato, gli *shock* positivi inducono le azioni a reagire in modo forte solo quando si verifica un cambiamento concomitante nelle aspettative di politica monetaria. Le imprese con bassa leva finanziaria netta, elevato beta di mercato, basso indice *book-to-market* e basso potere di mercato (cioè bassi *markup*) sono particolarmente vulnerabili agli *shock* inflazionistici.

### 3.2 Metodologia

Dopo aver affrontato una panoramica delle ricerche *event study* si osserva attraverso un campione di annunci realizzati sia dalla Fed che dalla BCE tra 2020 e 2023, come questi vadano ad impattare sui mercati finanziari. In particolare, l'analisi mira a dimostrare da un lato la reazione dei mercati azionari post-annuncio, e dall'altro ad osservare la loro formazione intorno al giorno dell'annuncio stesso. L'effetto dell'annuncio della transazione sui rendimenti giornalieri dei prezzi delle azioni è determinato attraverso la metodologia dello studio dell'evento. Questa analisi è ampiamente adottata per osservare il comportamento dei dati in un determinato periodo in prossimità dell'evento studiato (MacKinlay, 1997)<sup>110</sup>. Questo approccio richiede un processo composto da passaggi definiti. I principali sono discussi di seguito.

Innanzitutto, è necessario determinare l'evento di interesse e il periodo in cui l'evento verrà esaminato (o finestra dell'evento). Come accennato, l'evento di interesse riguarda la rilevazione dei rendimenti giornalieri dei mercati come risposta ad un particolare annuncio. Le finestre temporali possono essere definite in intervalli di alcuni giorni fino a mesi o anni. Poiché l'analisi dello studio degli eventi qui descritta mira a rilevare reazioni a breve termine, diverse finestre di eventi sono considerate nell'intervallo di [-10;+10] intorno alla data di annuncio (giorno 0). Si presume che questo lasso di tempo sia abbastanza robusto da includere qualsiasi perdita di

---

<sup>109</sup>Gil de Rubio Cruz, A., Osambela, E., Palazzo, B., Palomino, F., Suarez, G. (2022). *Inflation surprises in the cross-section of equity returns*. Available at SSRN 4280699.

<sup>110</sup>MacKinlay, A. C. (1997). *Event studies in economics and finance*. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.

informazioni prima della data di annuncio e quindi neutralizzare possibili reazioni eccessive a seguito dell'evento.

In questo periodo di tempo, lo studio confronterà i rendimenti effettivi delle azioni con i rendimenti attesi e determinerà possibili rendimenti anomali. MacKinlay (1997) suggerisce il modello del rendimento di mercato, poiché si assume una relazione lineare stabile tra il rendimento del debito e il rendimento azionario.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it} = 0); \text{var}(\varepsilon_{it}) = \hat{\sigma}_{\varepsilon_i}^2$$

Dove:

$R_{it}$  il ritorno del periodo  $t$  dal titolo  $i$ ;

$R_{m,t}$  è il ritorno del periodo  $t$  sul mercato;

$\alpha, \beta$  sono i parametri del modello di mercato per l'osservazione  $i$ ;

$\varepsilon_{it}$  è il termine di errore del modello;

$\sigma_{\varepsilon_i}^2$  è il termine di oscillazione del modello con media 0.

Il secondo passaggio riguarda la determinazione del rendimento di mercato atteso, per il quale è necessario definire una finestra di stima, che in generale, è fissata prima della finestra di studio dell'evento. Per valutare il rendimento atteso, il periodo di stima è impostato sui 90 giorni precedenti la finestra considerata. Gli *abnormal returns* sono determinate come:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t)$$

Dove:

$AR_{it}$  il *abnormal returns* per il titolo  $i$  al tempo  $t$ ;

$R_{it}$  il rendimento reale sul mercato del titolo  $i$  al tempo  $t$ ;

$E(R_{it}|X_t)$  è il rendimento atteso per il titolo  $i$  al tempo  $t$  dato il rendimento del mercato al tempo  $t$ .

Per ottenere i parametri del modello di mercato per il titolo  $i$ , le condizioni generali del modello ordinario dei minimi quadrati (OLS) permettono di determinare dei coefficienti di stima coerenti. Per l'osservazione  $i$ , i parametri di mercato sono stime determinate come:

$$\hat{\beta}_i = \frac{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\mu}_i) (R_{mt} - \hat{\mu}_m)}{\sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}$$

$$\hat{\alpha}_i = \hat{\mu}_i - \hat{\beta}_i \hat{\mu}_m$$

$$\hat{\sigma}_{e_i}^2 = \frac{1}{L_2 - 2} \sum_{t=T_0+1}^{T_1} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt})^2$$

Dove:

$\hat{\alpha}_i$ ,  $\hat{\beta}_i$  sono gli stimatori del ritorno del titolo  $i$ ;

$\hat{\sigma}_{e_i}^2$  è l'errore di stima;

$\hat{\mu}_i$ ,  $\hat{\mu}_m$  sono rispettivamente le stime del rendimento medio del titolo e del mercato entro il periodo di stima;

Con  $T_0$  e  $T_1$  che rappresentano il limite superiore e inferiore del periodo di previsione. L'estensione dell'intervallo  $L_1$  è determinata come  $T_1 - T_0$ .

Dopo aver determinato sia la finestra di previsione che la finestra degli eventi, gli *abnormal returns* per la società  $i$  sono espressi dalla seguente formula:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt}$$

Dove:

$AR_{it}$  è il rendimento anomalo per la società  $i$  al tempo  $t$ ;

$R_{it}$  è il vero ritorno per l'azienda  $i$  al tempo  $t$ ;

$R_{mt}$  è il ritorno del mercato al tempo  $t$ .

Sotto l'ipotesi nulla *di parti*  $AR$  a 0, gli *abnormal returns*  $i$  sono normalmente distribuiti con media zero e varianza determinata sulla base della *performance* di mercato durante la finestra dell'evento, secondo la seguente formula:

$$\sigma^2(AR_{it}) = \sigma_{e_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[ 1 + \frac{(R_{mt} - \hat{\mu}_m)^2}{\hat{\sigma}_m^2} \right]$$

Dove:

$\sigma_{ei}^2$  corrisponde al termine di varianza attribuibile all'errore di campionamento nei  $\alpha_i$  e  $\beta_i$ ;

$L_1$ : è la lunghezza dell'intervallo di stima.

Nell'ipotesi nulla  $H_0$ , che l'evento non influisce sui rendimenti della società  $i$ :

$$AR_{it} \sim N(0, \sigma^2(AR_{it}))$$

Continua quindi con l'aggregazione degli *abnormal returns* nel tempo (nella finestra dell'evento) e attraverso i titoli. I rendimenti anomali cumulativi per una determinata finestra sono calcolati come:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$
$$\sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1)\sigma_{ei}^2$$

Dove:

$CAR_i(t_1, t_2)$  sono i *rendimenti* anomali cumulativi per il titolo  $i$  nella finestra dell'evento;

$\sigma_{ei}^2$  è la varianza della  $CAR_i$  (nell'ipotesi di indipendenza dei rendimenti anomali);

Con  $T_1, T_2$  che rappresentano rispettivamente i limiti superiore e inferiore della finestra dell'evento;

$L_2$  rappresenta la lunghezza della *finestra degli eventi* ed è calcolato come  $T_2 - T_1$ .

Sotto l'ipotesi nulla  $H_0$ :

$$CAR(t_1, t_2) \sim N(0, (\sigma_i^2(t_1, t_2)))$$

A questo punto, si procede con l'aggregazione tra titoli per trarre conclusioni generali sugli *abnormal returns*. I rendimenti anomali medi cumulativi tra i titoli sono stimati:

$$ACAR(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2);$$
$$var(ACAR(t_1, t_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(t_1, t_2)$$

Dove:

$ACAR(t_1, t_2)$  è la media degli *abnormal returns* cumulativi;

$var(ACAR(t_1, t_2))$  è la varianza delle medie degli *abnormal returns* cumulativi;

$N$  è il numero di eventi considerati.

Infine, per verificare l'ipotesi nulla che i rendimenti anomali siano uguali a zero, si adopera la seguente statistica *test*:

$$\theta_1 = \frac{ACAR(t_1, t_2)}{\text{var}(ACAR(t_1, t_2))^{1/2}} \sim N(0,1)$$

### 3.3 Campione

Alla luce della discussione svolta nella letteratura accademica, viene effettuata un'analisi dello studio degli eventi sulle reazioni del mercato a seguito degli annunci delle banche centrali. Per questa analisi, consideriamo 10 annunci condotti rispettivamente dalla Fed e dalla BCE corrispondenti a sei interventi significativi per ciascuna istituzione, finalizzati all'introduzione di nuovi interventi sostanziali nei mercati finanziari.

*Tabella 1 – Annunci BCE*

<b>Data</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Commenti</b>
18 Marzo 2020	BCE 1 – Avvio del <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> (PEPP).	Programma di acquisto di <i>asset</i> per un totale di 750 miliardi di euro rivolto al contrasto degli effetti del COVID-19.
10 Dicembre 2020	BCE 2 - Annuncio di invarianza dei tassi d'interesse.	Mantenimento del basso livello dei tassi d'interesse fino a quando le proiezioni di inflazione saranno più elevate.
16 Dicembre 2021	BCE 3 - Annuncio del mantenimento del programma PEPP a livelli più contenuti.	Revisione parziale della politica monetaria espansiva alla luce dell'aumento dell'inflazione.
7 Luglio 2022	BCE 4 – Annuncio di rialzo dei tassi di interesse di 50 punti base (contro i 25 punti base previsti)	Rafforzamento delle misure restrittive per contrastare gli effetti inflazionistici dell'invasione russa dell'Ucraina.
21 Dicembre 2022	BCE 5 – Annuncio di aumento dei tassi di riferimento di 50 punti base.	Continuazione della politica restrittiva da parte della BCE per combattere l'inflazione.
22 Marzo 2023	BCE 6 – Annuncio di un aumento dei tassi di riferimento di 50 punti base.	La BCE riafferma la necessità di rialzo dei tassi alla luce di un elevato livello dell'inflazione.

27 Luglio 2023	BCE 7 - Annuncio di aumento dei tassi d'interesse di 25 punti base.	Nono rialzo consecutivo della BCE, che porta il tasso di rifinanziamento principale al 4,25% e il tasso sui depositi al 3,75% (il massimo dal 2000).
----------------	---	--

Tabella 2 – Annunci Fed

Data	Descrizione	Commenti
15 Marzo 2020	Fed 1 – Riduzione dei tassi di interesse di 100 punti base (a 0-0,25%).	Misura d'emergenza rivolta al contenimento degli effetti della pandemia. In parallelo la Fed ha lanciato un massiccio programma di <i>Quantitative Easing</i> di 700 miliardi di dollari.
27 Agosto 2020	Fed 2 – Annuncio della strategia di inflazione media flessibile.	Attraverso questa strategia, la Fed mira a raggiungere un tasso di inflazione superiore al 2% per compensare i periodi in cui lo stesso è stato inferiore al 2%
3 Novembre 2021	Fed 3 – Riduzione nella portata dell'acquisto di titoli da parte della Fed	Misura attuata per contrastare le aspettative di inflazione superiori al 2%
16 Marzo 2022	Fed 4 – Annuncio di incremento nei tassi di interesse	Azione volta a contrastare il forte aumento del tasso di inflazione a seguito dell'invasione russa dell'Ucraina
30 Novembre 2022	Fed 5 – Annuncio del cambiamento nella portata dei rialzi dei tassi	Alla luce dei risultati raggiunti dai precedenti aumenti nei tassi di interesse e dei relativi effetti sull'economia, le aspettative sono state corrette da un incremento di 75 punti base a 50 punti base.

Per l'impostazione del modello di *event study*, sono state scelte le seguenti considerazioni:

- Indici: per consentire una migliore coerenza nell'analisi dei rendimenti, l'indice MSCI *Europe* e il tasso di rendimento dei titoli tedeschi BUND sono considerati per l'Europa, mentre per gli Stati Uniti l'indice S&P 500 e il rendimento dei titoli decennali, sono

considerati come le migliori *proxy* per valutare l'effetto generalizzato sui mercati azionari a seguito dell'annuncio da parte della rispettiva banca centrale.

- Durata dell'intervallo di stima: la stima viene effettuata per entrambi i casi nei 90 giorni precedenti l'inizio *dell'intervallo di studio dell'evento* (cioè dal giorno -100 al giorno -11 dall'annuncio).
- Finestra di studio dell'evento: l'intervallo di tempo utilizzato per osservare l'impatto dell'annuncio della banca centrale sui mercati è [-10;+10] o da 10 giorni prima dell'annuncio (considerato giorno "0") a 10 giorni dopo l'annuncio, per un totale di 21 giorni. La proroga è considerata sufficientemente ampia da includere possibili effetti di anticipazione da parte del mercato prima dell'annuncio, nonché eventuali correzioni successive all'effetto registrato nell'immediato successivo all'annuncio.

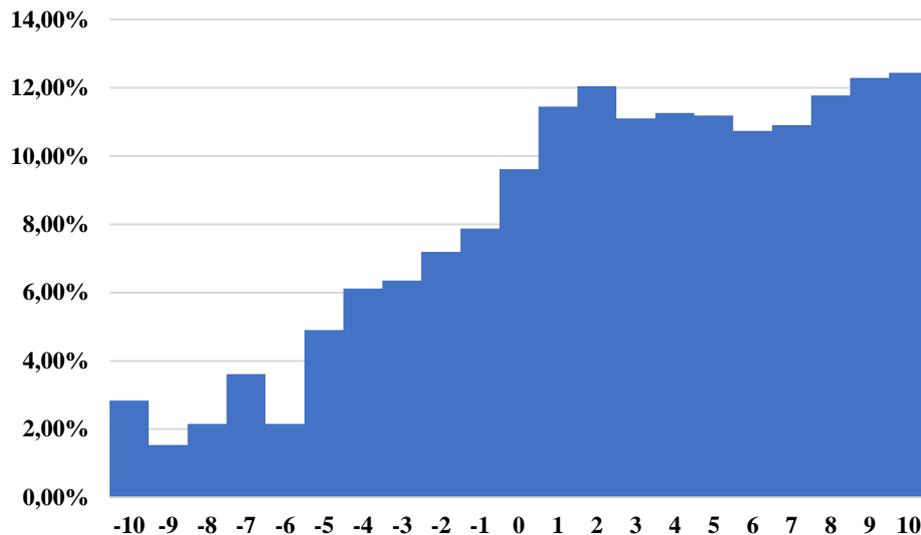
### 3.4 Risultati

L'analisi *dello studio dell'evento* viene condotta per ogni annuncio, all'interno dell'intervallo [+10;-10] intorno alla data dell'annuncio osservando graficamente sia la reazione dei mercati che la formazione del *rendimento anomalo* per i giorni considerati. Di seguito nella sezione 3.4.1 sono riportati gli annunci emessi dalla BCE, mentre la sezione 3.4.2 copre gli annunci della Fed.

### 3.4.1 Risultati Annunci BCE

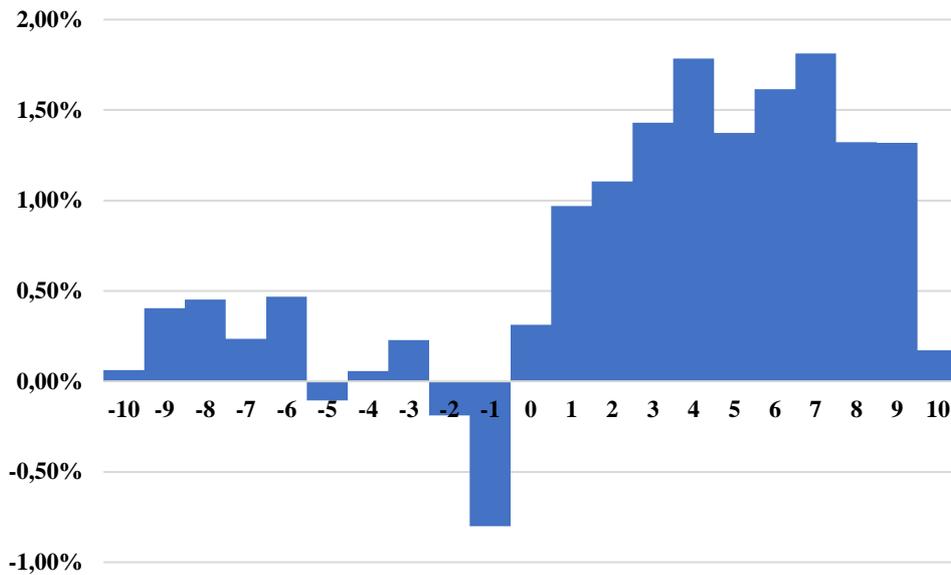
Il presente paragrafo presenta a descrive i risultati derivanti dall'analisi *event study* sugli annunci da parte della BCE.

*Grafico 1 – Annuncio della BCE di avvio del PEPP*



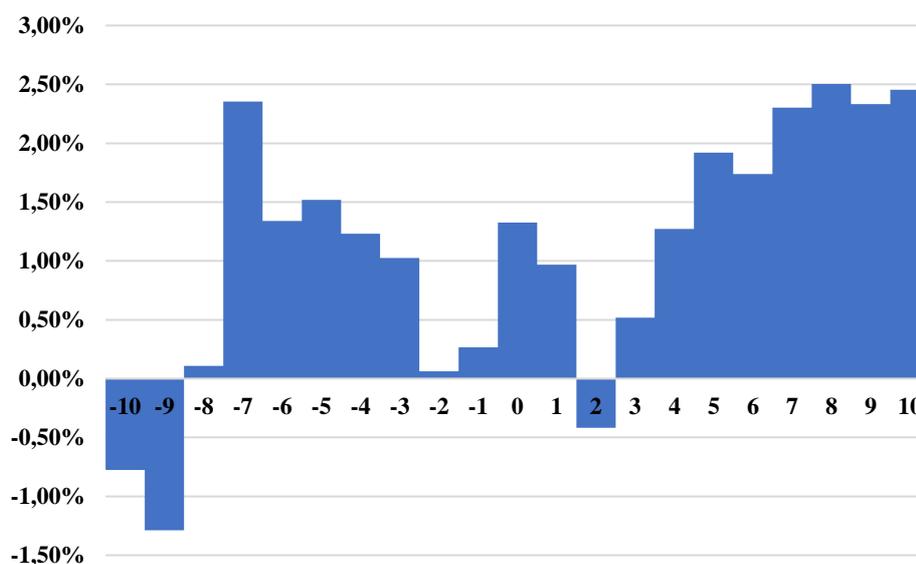
L'analisi dell'effetto a seguito dell'annuncio da parte della BCE del lancio dello schema PEPP a seguito della diffusione della pandemica da COVID-19 (Grafico 1), dimostra una chiara reazione positiva da parte dei mercati azionari, a partire dall'inizio del periodo considerato (giorno -10 dall'annuncio) che mostra un effetto di anticipazione prima dell'annuncio. Il *trend* si consolida vicino e dopo l'annuncio stesso e mantiene una significativa reazione positiva chiudendo intorno al +12% alla fine della finestra. Una simile evoluzione suggerisce la formazione di aspettative precedenti rispetto all'annuncio, di un supporto da parte della banca centrale in una fase così delicata per l'economia globale.

Grafico 2 – Annuncio della BCE di invarianza dei tassi



Per quanto riguarda l'annuncio di invarianza dei tassi avvenuto nel dicembre 2020 (Grafico 2), si osservano *abnormal returns* positivi che si formano prima del giorno dell'annuncio, un effetto che si affievolisce avvicinandosi all'annuncio. A partire dal giorno dell'annuncio si osserva una chiara inversione di tendenza e, in particolare, l'effetto post-annuncio si riflette in un aumento dei rendimenti anomali cumulati dell'1,50%-2,00%. La *tendenza* positiva è confermata nel corso della finestra ed analitica, poiché la reazione del mercato è mantenuta fino al giorno +10 anche se, in quest'ultimo giorno, i rendimenti anomali cumulativi scendono vicino allo 0. Nel complesso, la reazione del mercato sembra alquanto controintuitiva, suggerendo la presenza di possibili eventi cofondatori nella finestra di studio.

Grafico 3 – Annuncio della BCE di mantenimento del PEPP a livelli più contenuti



Osservando la reazione del mercato in merito all'annuncio della BCE di una revisione parziale del programma PEPP (Grafico 3), è possibile osservare una tendenza sì positiva, ma tendente al misto. In questo caso c'è un comportamento piuttosto contrastante all'interno del periodo di analisi, cioè a seguito di una moderata formazione di rendimenti anomali negativi nei primi giorni della finestra la reazione del mercato diventa positiva durante il giorno dell'annuncio, mostrando qualche segno di anticipazione da parte del mercato. Questa tendenza si conferma (con la sola eccezione del giorno 2) fino al giorno 10, con un sostanziale consolidamento dei rendimenti anomali intorno al 2,4%. I risultati in questo caso, presentano una reazione positiva all'annuncio della BCE che conferma che il PEPP sarebbe ancora in vigore ma in una posizione inferiore, al fine di tenere conto di un aumento dell'inflazione nell'Eurozona.

Considerando l'andamento relativo all'annuncio del rialzo dei tassi da parte della BCE a luglio 2022 (Grafico 4), l'evidenza mostra un *trend* negativo piuttosto evidente nella formazione di *rendimenti anomali* all'interno della finestra osservata, raggiungendo il -15,33% il giorno 4, dimostrando come in questa circostanza il mercato sia stato in grado di anticipare l'effetto annuncio ma la maggior parte della reazione del mercato si è verificata in prossimità e dopo l'annuncio. Il trend consolidato negativo rimane fino alla fine della finestra, pur scendendo al di sotto della sua entità a -9,3%. È chiaro come l'inasprimento delle condizioni da parte della BCE sia stato percepito negativamente dagli operatori di mercato.

Grafico 4 – Annuncio della BCE Annuncio di rialzo dei tassi di interesse di 50 punti base (contro i 25 punti base previsti).

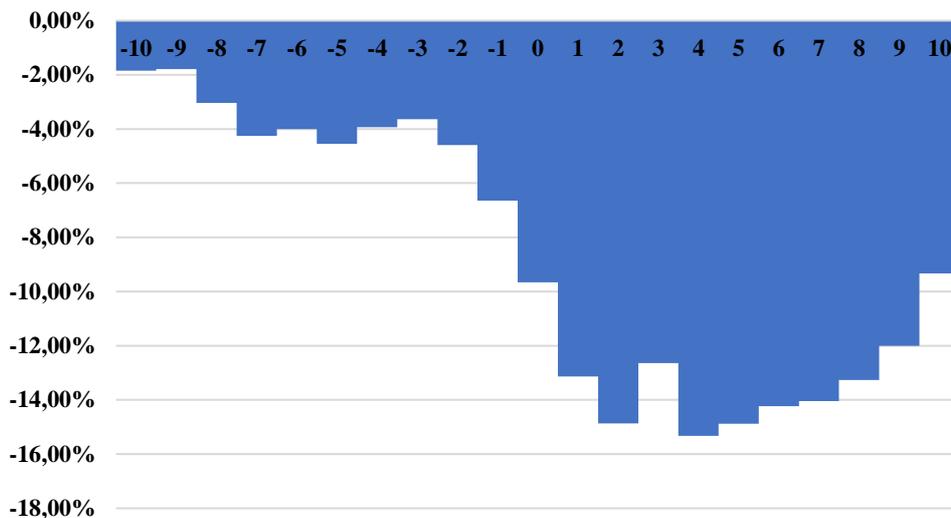
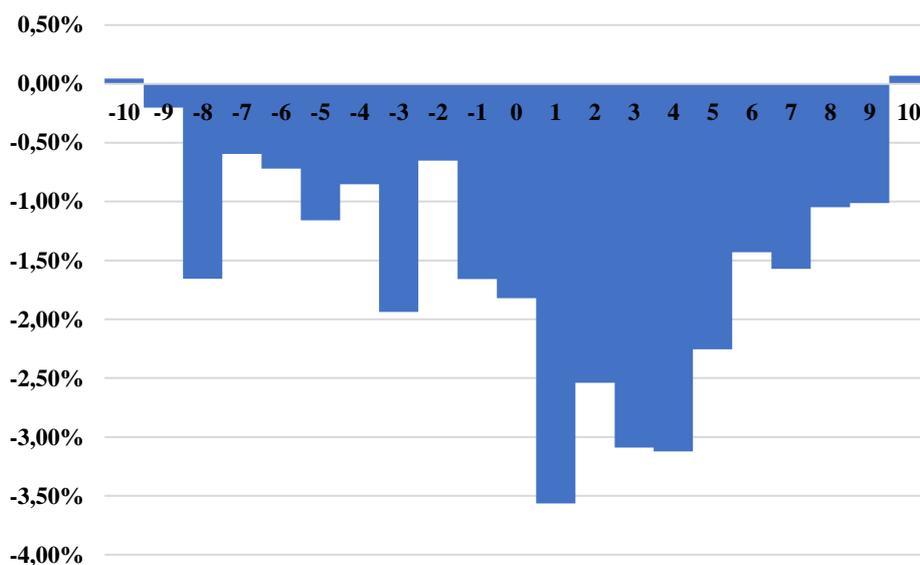


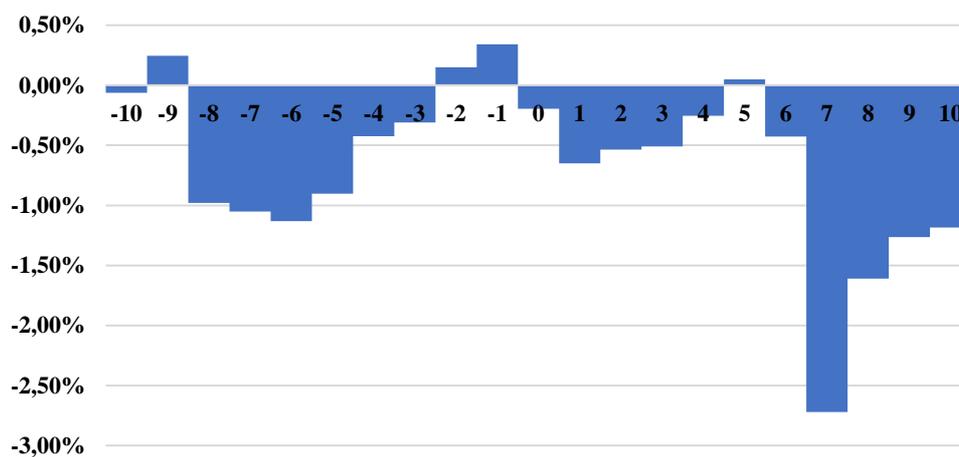
Grafico 5 – Annuncio della BCE di aumento dei tassi di 50 punti base



Dall’osservazione della Figura 5, si osserva una reazione negativa da parte del mercato all’annuncio effettuato dalla BCE. Nella fattispecie, i *cumulative abnormal returns* si concentrano nella parte centrale del periodo in analisi toccando il valore minimo di -3,50% in corrispondenza del giorno 1. Con riferimento al *trend*, gli operatori di mercato mostrano una certa anticipazione della mossa della BCE, che riflette in *abnormal returns* negativi già nei giorni prima dell’annuncio. A seguito poi del valore registrato nel giorno 1, l’entità dei *cumulative abnormal returns* tende a ridursi.

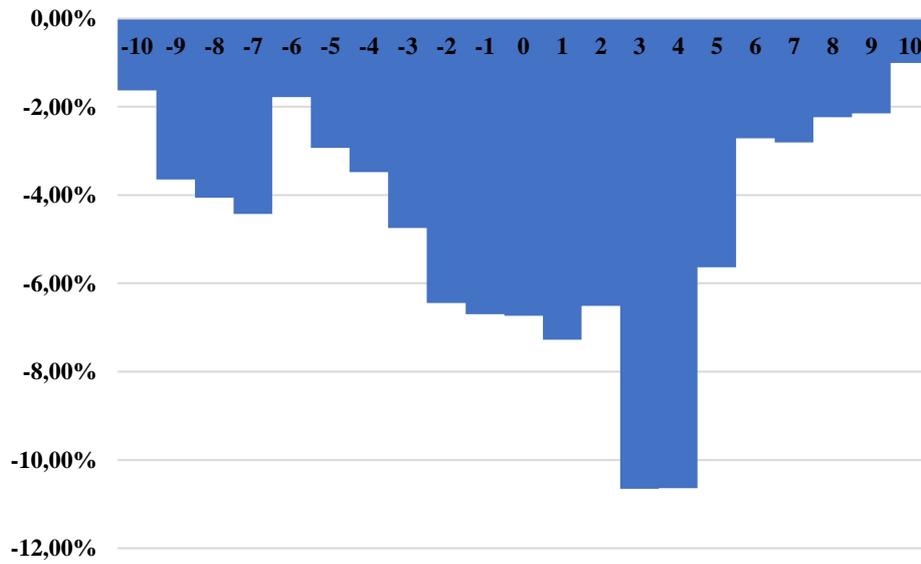
La reazione del mercato post-annuncio da parte della BCE di rialzo dei tassi di interesse i tassi di interesse per contrastare gli effetti diffusi delle spinte inflazionistiche nel luglio 2022 (Grafico 5) riflette una iniziale formazione di rendimenti negativi del mercato. Più specificamente, appare una tendenza negativa iniziale nei giorni precedenti l'annuncio, poiché dal giorno -8 al giorno -3 i rendimenti cumulativi rimangono negativi e raggiungono il -1,1%. Il mercato sembra tornare in prossimità del livello annunciato con un cambiamento di segno nei giorni -2 e -1; tuttavia, nei giorni della finestra immediatamente consecutivi all'annuncio, gli *abnormal return* cumulativi diventano negativi, con un picco nel giorno 7 (-2,7%) e chiudono il periodo a -1,2%. Si può dedurre che i mercati azionari mostrano una reazione negativa in risposta alle aspettative di un annuncio deciso della BCE in contrasto all'inflazione.

Grafico 6 – Annuncio della BCE Annuncio di aumento dei tassi d'interesse di 25 punti base.



Una reazione negativa emerge infine anche dall'analisi del Grafico 7 riferito all'annuncio di una nuova stretta della BCE a marzo 2023. Come del resto nei casi analizzati in precedenza, si osserva un'anticipazione dell'annuncio da parte dei mercati, con una formazione negativa lungo l'intero intervallo. I *cumulative abnormal returns* superano il -10% nei giorni 3 e 4 a seguito dell'annuncio. Nella parte finale dell'intervallo i *cumulative abnormal returns* risultano più contenuti.

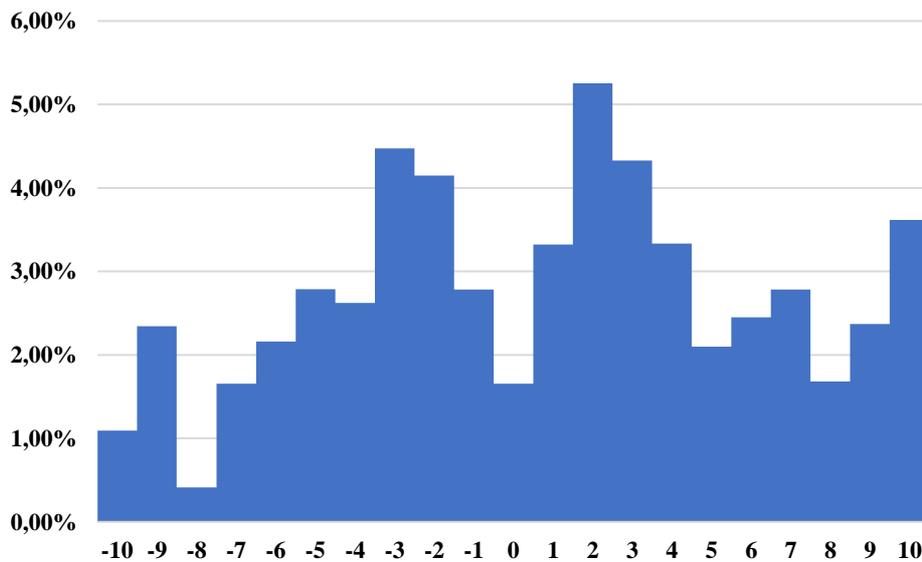
Grafico 7 – Annuncio della BCE di aumento dei tassi di 50 punti base



### 3.4.2 Risultati Annunci Fed

Il presente paragrafo presenta a descrivere i risultati derivanti dall'analisi *event study* sugli annunci da parte della Fed.

Grafico 6 – Annuncio Fed di riduzione dei tassi di interesse di 100 punti base



La reazione del mercato in seguito all'annuncio della Fed di riduzione dei tassi di interesse in risposta della pandemia da COVID-19 (Grafico 6) mostra una tendenza ampiamente positiva durante la finestra analizzata. In particolare, una reazione positiva del mercato emerge già durante la fase precedente l'annuncio, consolidandosi in prossimità all'annuncio stesso, raggiungendo un massimo al 5,3% nel giorno 2. L'andamento discusso è ampiamente in linea con le aspettative relative ad un approccio accomodante da parte della Fed, impegnata a sostenere la tenuta del sistema finanziario a fronte dello *shock* portato dalla pandemia.

A seguito dell'annuncio della Fed relativo al conseguimento di un obiettivo di inflazione media flessibile il mercato mostra una reazione incerta pre-annuncio, per poi divenire chiaramente positiva (Grafico 7). Inizialmente, gli operatori di mercato reagiscono con aspettative piuttosto negative prima dell'annuncio della Fed. Tuttavia, in prossimità del comunicato stampa della banca centrale americana, i rendimenti anomali diventano positivi, consolidandosi all'indomani dell'annuncio con un picco nel giorno 5 al 10,4%, mentre sono diminuiti verso la fine del periodo al 5,4%. Il comportamento discusso evidenzia come i mercati avevano previsto una mossa più restrittiva da parte della Fed; tuttavia, la decisione reale ha fornito supporto ai prezzi degli *asset*.

Grafico 7 – Annuncio della Fed di inflazione media flessibile

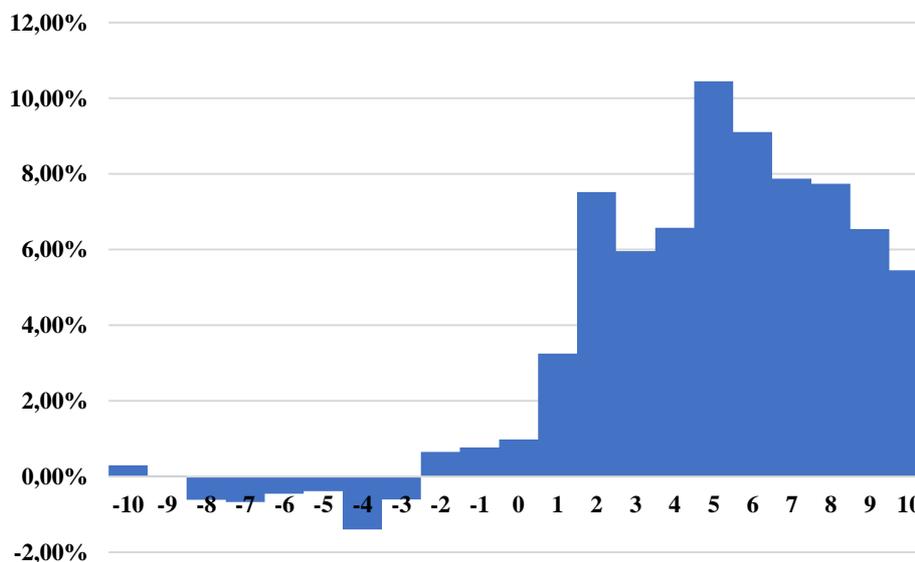
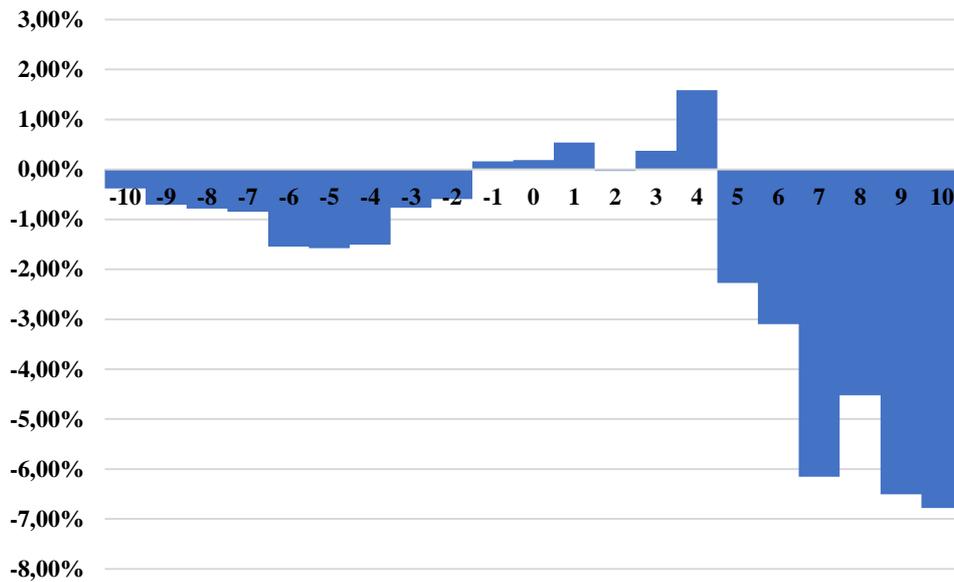


Grafico 8 – Annuncio della Fed di riduzione della portata di acquisto dei titoli



Come previsto, l'annuncio di un'inversione temporanea della politica della Fed (Grafico 8) porta a un effetto negativo in termini di *abnormal* cumulativi. La nuova linea d'azione, relativa all'obiettivo di contrastare un livello di inflazione superiore al 2%, mostra una consolidata reazione negativa da parte degli operatori di mercato a partire dal periodo precedente alla data di annuncio. Avvicinandosi al comunicato stampa della Fed, si può notare una svolta nel segno di reazione del mercato fino al giorno 4. Nonostante ciò, dal giorno 5 al giorno 10 i rendimenti di mercato tornano in territorio negativo, chiudendo a circa il -7%. Questa tendenza, nella sostanza appare coerente con un inasprimento della politica delle banche centrali.

L'annuncio della Fed di ridurre l'acquisto di attività e contestualmente aumentare il livello dei tassi di interesse per contrastare l'aumento dei livelli di inflazione nel marzo 2022 si traduce in un effetto negativo sui mercati azionari (Grafico 9). In questo caso, all'interno della finestra di analisi è evidente un sostanziale consolidamento del *trend* negativo, che emerge nella parte successiva all'annuncio stesso fino al -3,1% del giorno 9. In questo caso, si denota un'evidente capacità del mercato nell'anticipare l'effetto dell'annuncio.

Grafico 9 – Annuncio della Fed di incremento dei tassi di interesse

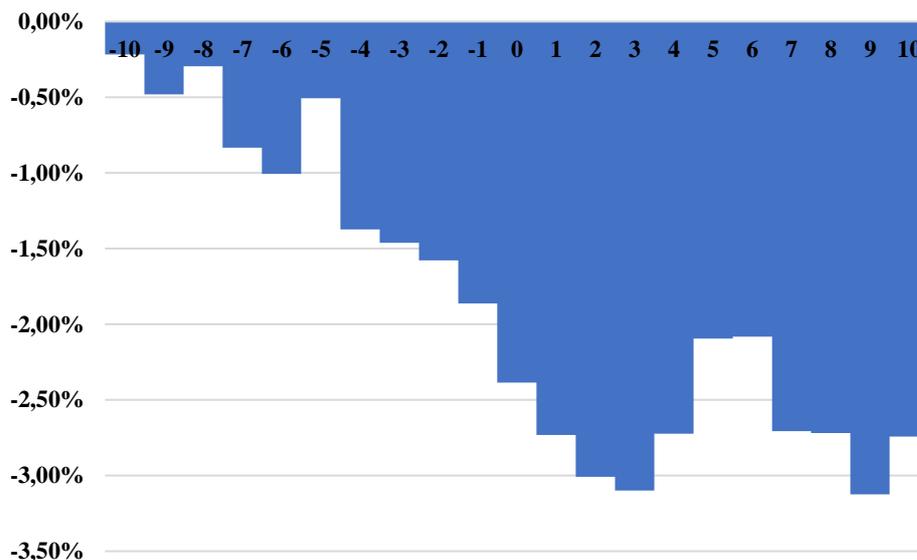
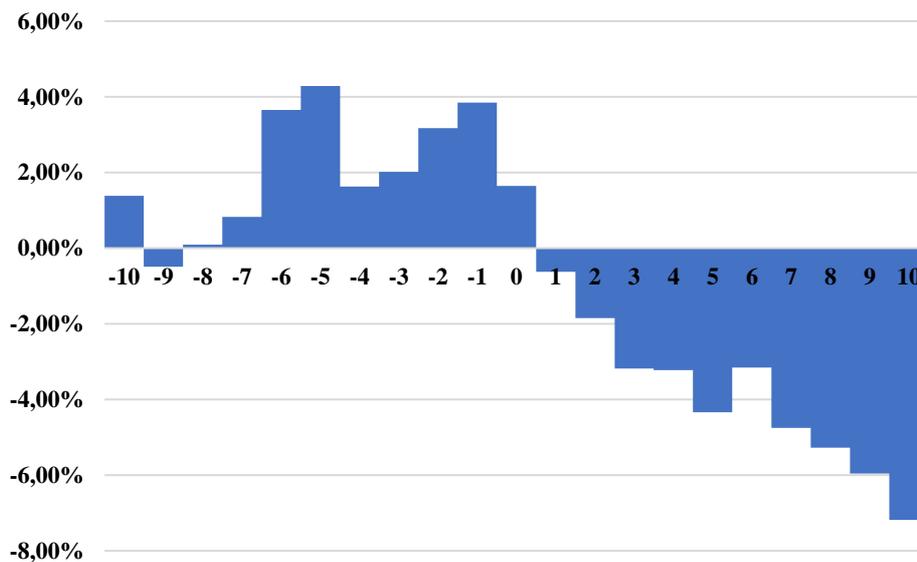


Grafico 10 – Annuncio della Fed di cambiamento nella portata dei rialzi dei tassi



L'annuncio della Fed, nel novembre 2022, orientato ad un cambiamento nella portata dei rialzi dei tassi mostra un andamento misto nel periodo analizzato (Grafico 10). Se, infatti, nella prima parte dell'intervallo si verifica una formazione di *abnormal returns* positivi, anche fino al 4%, questo effetto viene invertito poco dopo la data di annuncio. Si conferma infatti un *trend* negativo costante fino alla chiusura di fine periodo a -7,2%. Le prove supportano una significativa reazione negativa del mercato all'annuncio della Fed: in un contesto di forte

volatilità dei mercati, l'andamento suggerisce un'aspettativa di allentamento della politica restrittiva da parte degli operatori, esito che però non appare realizzarsi a seguito dell'annuncio.

### 3.5 Commenti sull'analisi svolta

Questo paragrafo riassume i risultati dell'analisi e raccoglie le considerazioni chiave derivanti dall'evidenza empirica. Le tabelle 3 e 4 mostrano i risultati per ciascun annuncio che fanno riferimento, per ciascun caso, al segno atteso (basato sulla direzione della politica della banca centrale) e ai rendimenti anomali cumulativi effettivi determinati nella finestra [-10;+10] intorno alla data dell'annuncio.<sup>111</sup>

*Tabella 3 – Sintesi dei Risultati degli Annunci BCE*

<b>Annuncio</b>	<b>Segno Atteso</b>	<b>Cumulative AR [-10;+10]</b>
BCE 1	Positivo	+12.44%
BCE 2	Positivo	+0.17%
BCE 3	Positivo	+2.50%
BCE 4	Negativo	-9.33%
BCE 5	Negativo	-1,18%

*Tabella 4 – Sintesi dei Risultati degli Annunci Fed*

<b>Annuncio</b>	<b>Segno Atteso</b>	<b>Cumulative AR [-10;+10]</b>
Fed 1	Positivo	+3.62%
Fed 2	Positivo	+5.45%
Fed 3	Negativo	-6.78%
Fed 4	Negativo	-2.74%
Fed 5	Positivo	-7.18%

Dall'analisi delle evidenze raccolte nella Tabella 3 e nella Tabella 4 è possibile valutare il grado di reazione del mercato nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Prima di tutto, sembra evidente che la reazione del mercato misurata come rendimenti anomali cumulativi segua nella maggior parte dei casi quella che è la direzione attesa dell'annuncio da parte della banca centrale. Di

<sup>111</sup>Il segno atteso è determinato come la reazione prevalente del mercato attesa positiva o negativa in base al contenuto dell'annuncio, dividendo tra movimento espansivo (reazione positiva) e movimento restrittivo (reazione negativa).

conseguenza, la misura scelta può essere definita appropriata per l'ambito di analisi, e ciò può essere dedotto come una relazione grafica tra gli annunci delle banche centrali e il comportamento dei mercati finanziari.

Nonostante questa considerazione generale, la reazione del mercato nell'Eurozona e negli Stati Uniti mostra alcune differenze interessanti. In primo luogo, le reazioni cumulative del mercato a seguito degli annunci della BCE mostrano allo stesso tempo i rendimenti anomali cumulativi più alti e più bassi rispetto ai casi Fed. Nell'insieme degli annunci riferiti agli Stati Uniti, infatti, i rendimenti anomali cumulativi sono meno dispersi; tuttavia, la volatilità all'interno delle finestre considerate è presente in diversi casi. Un ulteriore elemento di analisi riguarda il grado di anticipazione del mercato dell'annuncio. Questa prospettiva, catturata nel periodo precedente all'annuncio, emerge sotto molteplici prospettive. Prima di tutto, in alcuni casi le tendenze di mercato pre-annuncio catturano effettivamente il contenuto della mossa della banca centrale, dimostrando che gli operatori di mercato possono effettivamente anticiparlo. Tuttavia, sembra che questo non valga in tutti i casi analizzati, poiché in alcuni annunci i rendimenti anomali cumulativi nella prima parte della finestra anticipano un segno totalmente diverso rispetto a quella che è la reazione prevalente nei prossimi giorni. Inoltre, la parte pre-annuncio delle finestre degli eventi è associata a una maggiore volatilità, con maggiori cambiamenti di segno. I risultati complessivi sopra descritti costituiscono un buon punto di partenza per identificare e comprendere le dinamiche alla base della formazione degli *abnormal returns* determinati sui mercati azionari a seguito degli annunci delle principali banche centrali. L'evidenza dimostra che la metodologia *event study* è in grado di catturare al meglio la reazione anomala dei mercati azionari a seguito di un annuncio da parte delle banche centrali. Tuttavia, va riconosciuto che le determinanti della reazione del mercato post-annuncio non sembrano ancora completamente definite. Come specificato nella parte metodologica, l'unica dimensione adottata riguarda il comportamento dei prezzi degli *asset* rispetto al mercato di riferimento. È infatti importante notare come la reazione del mercato sia spesso funzione di molteplici variabili la cui inclusione nell'analisi empirica può estendere la comprensione della formazione degli stessi rendimenti reali nell'intervallo di riferimento. L'evoluzione sfaccettata dei rendimenti anomali cumulativi riflette il modo in cui più reazioni di mercato più brevi possono verificarsi all'interno di una singola finestra di eventi e che su un'estensione [-10; +10], elementi di disturbo come altri annunci, possono avere un impatto sulla reazione del mercato.

Inoltre, l'implementazione di un'analisi più ampia in una prospettiva temporale più lunga potrebbe fornire una migliore comprensione e aiutare a definire meglio possibili dinamiche non identificate nella formazione di rendimenti anomali. Potrebbero essere prese in considerazione ulteriori misure di creazione di valore, alternative alla prospettiva azionaria, al fine di valutare se e come gli annunci delle banche centrali portino effettivamente allo stesso risultato sotto prospettive diverse. Un ulteriore aspetto dell'analisi riguarda l'estensione del campione ad un maggior numero di eventi. Ciò potrebbe consentire non solo di ottenere prove più ampie sulle reazioni del mercato, ma anche di testarle per comprenderne la significatività statistica. Indipendentemente da questi punti, i risultati appaiono coerenti con le premesse teoriche e accademiche dello studio e risultano significativi. L'analisi delle dinamiche delle reazioni dei mercati agli annunci di politica monetaria è attualmente un'area in continua crescita e sembra destinata a svilupparsi in futuro insieme all'evoluzione del mercato in un contesto in continua evoluzione.

In conclusione, si può sostenere che l'analisi dello studio degli eventi condotta sui rendimenti anomali rappresenta una metodologia efficace per comprendere la reazione del mercato agli annunci delle banche centrali. È quindi evidente che l'azione delle banche centrali sia in grado di andare ben oltre gli effetti di annuncio più immediati, essendo internalizzata dai mercati nella formazione dei prezzi degli *asset*. In termini generali, lo studio ribadisce la centralità dell'azione della banca centrale, che attraverso le sue decisioni e la sua guida al mercato, mantiene un contatto diretto con gli attori del mercato, comunicando la direzione della politica monetaria e trasmettendola all'interno del sistema finanziari

## CONCLUSIONI

La crisi pandemica, come è stato possibile notare nel corso di questa dissertazione, ha scosso veementemente gli equilibri mondiali sotto ogni punto di vista, alterando in maniera profonda e inaspettata le nostre vite.

Per quanto un filone della critica ritenga che tale evento *disruptive* abbia solo accelerato un processo che si sarebbe egualmente compiuto a stretto giro di posta, è comunque innegabile il cambiamento a cui sono state sottoposte, *in primis*, le usanze che solo pochi anni fa ritenevamo cardini della nostra quotidianità.

In questi anni, le banche centrali hanno assunto un ruolo più preminente che mai, in quanto uniche depositarie del delicatissimo compito di fronteggiare uno *shock* esogeno di simile portata, mediando fra il rischio del collasso dell'intero sistema finanziario e le esigenze di una società assolutamente impreparata a stravolgere radicalmente le proprie usanze.

Questo *trade-off* rappresenta il punto di partenza dell'analisi condotta in parallelo fra le due differenti gestioni della pandemia da parte della BCE e della Fed, e, in linea generale, da parte di Europa e Stati Uniti d'America; se la prima, infatti, si è ritrovata ad agire in un contesto comunitario promotore di contromisure più rigide per prevenire l'imperversare incontrollato dei contagi, predisponendo *lockdown* più frequenti e più serrati, la seconda ha beneficiato dell'atteggiamento più permissivo assunto dai vertici statunitensi, che hanno deciso di non implementare misure estremamente restrittive per arginare la propagazione del virus. Ciò ha comportato la conseguenza che il PIL aggregato degli Stati europei crollasse in misura due volte maggiore rispetto a quanto successo in America (che però ha visto schizzare verso l'alto il numero dei decessi), nonostante i consumi, in linea generale, siano decrementati egualmente nelle due economie, proporzionalmente alle misure introdotte per stimolarli.

A livello di politiche monetarie, le maggiori differenze hanno riguardato quelli che erano i principali *target* ricercati dalle due banche centrali, in ottemperanza a quanto disposto dai rispettivi statuti; la BCE ha implementato misure e programmi che consentissero di tenere sotto controllo l'inflazione, mentre la Fed ha cercato immediatamente di promuovere politiche espansive che stimolassero l'occupazione, come dimostrato dall'immediato abbattimento del tasso di disoccupazione che aveva raggiunto, nel 2020, livelli mai sperimentati prima.

In linea generale, pur dovendo appurare gli effetti negativi prodotti dal ciclo pandemico ed evidenziati da svariati indicatori afferenti all'economia reale, è inevitabile riconoscere la tempestività e la rapidità d'esecuzione tramite le quali le due banche centrali prese in considerazione hanno salvato le rispettive economie, affrontando in maniera puntuale e intraprendente una crisi di cui non si poteva prospettare alcuna implicazione nel lungo periodo.

Anche per quanto riguarda l'impatto sui sistemi finanziari, come analizzato nel capitolo 3, le misure e gli annunci implementati dalle due banche centrali possono essere legittimamente considerati significativi, in quanto in grado di indirizzare nella direzione desiderata gli andamenti del mercato.

Prevedere nel lungo periodo quali possano essere le implicazioni e i postumi generati dalla pandemia rimane tutt'oggi un quesito la cui risposta è ammantata da un fitto strato nebuloso, ma l'approccio tramite il quale in questi anni le banche centrali hanno promosso politiche e interventi correttivi offre l'abbrivio per comprendere quanto, anche da situazioni dalla portata catastrofica, possano generarsi nuovi spunti di riflessione e nuove opportunità, come quelle che attendono noi tutti nell'immediato avvenire; è necessario mantenere sempre un approccio resiliente, pronto ad adattarsi a cambiamenti che non vanno tassativamente a scalfire i dogmi sociali, ma semplicemente a rimodellare una società che, del resto, non è mai stata – e mai sarà – immutabile.

E infatti è proprio questo l'approccio che ha guidato, a livello concettuale prima ancora che tecnico, la *governance* della BCE e della Fed nell'implementare le proprie politiche monetarie in tempi di crisi, ovvero orientarsi, in un clima di tempesta, usando come bussola il seguente *dictat*: analizzare, comprendere, evolversi.

## BIBLIOGRAFIA

Pellegrini, Mirella. Corso Di Diritto Pubblico Dell'economia. [Assago] (Milano), [Padova], Wolters Kluwer; CEDAM, 2016.

Banfi, Alberto, and Fiorenzo Di Pasquali. Le Banche Centrali negli anni della crisi. L'operatività della Banca Centrale Europea, della Banca d'Italia e della *Federal Reserve*.

Chiara Zilioli, and Martin Selmayr. La Banca Centrale Europea. Giuffrè Editore, 2007.

Tommaso Padoa-Schioppa. L'euro e la sua banca centrale: l'unione dopo l'Unione. Bologna, Il Mulino, 2004.

Pifferi, Marco, and Angelo Porta. La Banca Centrale Europea. 2003.

Giorgio Di Giorgio. Banche centrali e politica monetaria. 2015.

Baroncelli, Stefania. *La Banca Centrale Europea*. European Press Academic Publishing, 1 Jan. 2000.

Adinolfi, G. and Vellano, M. (2013). La crisi del debito sovrano degli Stati dell'area euro: profili giuridici. Torino: G. Giappichelli, p. 69-80.

Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R. S., Motto, R., Ragusa, G. (2019). *Measuring euro area monetary policy*. *Journal of Monetary Economics*, 108, 162-179.

Asensio, A. (2007, October). *Inflation targeting drawbacks in the absence of a 'natural' anchor A Keynesian appraisal of the Fed and ECB policies over the period 1999-2006*. In conference *Third International Post-Keynesian conference of Dijon*.

Bernanke, B. S., Kuttner, K. N. (2005). *What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?* *The Journal of finance*, 60(3), 1221-1257.

*Board of Governors of the Federal Reserve System* (2015). *Federal Open Market Committee: Press Conference on 16 December 2015*.

*Board of Governors of the Federal Reserve System* (2018). *Federal Reserve issues FOCM statement. Press Release issued on 1 February 2018*.

*Board of Governors of the Federal Reserve System* (2020). *Federal Open Market Committee announces approval of updates to its Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. Press Release issued on 27 August 2020*.

*Board of Governors of the Federal Reserve System* (2021). *Federal Reserve issues FOMC statement issued on 3 November 2021*.

*Board of Governors of the Federal Reserve System* (2022). *Federal Reserve issues FOMC statement. Press release issued on 16 March 2022*.

*Board of Governors of the Federal Reserve System (2023). Federal Open Market Committee: Press Conference on 16 June 2023.*

Cantú, C., Cavallino, P., De Fiore, F., Yetman, J. (2021). *A global database on central banks' monetary responses to Covid-19* (Vol. 934). Basel: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.

Czubala, M., Puente Regidor, M. (2016). *Central banking and the crisis. A comparison of the Federal Reserve and the European Central Bank measures, and the ECB'S changing role in the EU economic governance system. A Comparison of the Federal Reserve and the European Central Bank Measures, and the ECB's Changing Role in the EU Economic Governance System* (July 14, 2016). OASIS, (23).

*European Central Bank (2015). ECB announces an expanded program of assets purchase. Press release issued on 22 January 2015.*

*European Central Bank (2017). Monetary policy decisions. Press release issued on 26 October 2017.*

*European Central Bank (2020). Monetary policy decisions. Press release issued on 10 December 2020.*

*European Central Bank (2021). Combined monetary policy decisions and statement. Press release issued on 16 December 2021.*

*European Central Bank (2022). Decisioni di politica monetaria. Comunicato Stampa pubblicato il 10 July 2022.*

*European Central Bank (2023). Monetary policy decisions. Press Release issued on 4 May 2023.*

Fiordelisi, F., Galloppo, G. (2018). *Stock market reaction to policy interventions. The European Journal of Finance*, 24(18), 1817-1834.

Gil de Rubio Cruz, A., Osambela, E., Palazzo, B., Palomino, F., Suarez, G. (2022). *Inflation surprises in the cross-section of equity returns. Available at SSRN 4280699.*

Harjoto, M. A., Rossi, F., Paglia, J. K. (2021). *COVID-19: Stock market reactions to the shock and the stimulus. Applied Economics Letters*, 28(10), 795-801.

Hofmann, B., Zhu, F. (2013). *Central bank asset purchases and inflation expectations. BIS Quarterly Review, March 2013.*

Krieger, K., Mauck, N., Vazquez, J. (2015). *Comparing US and European market volatility responses to interest rate policy announcements. International Review of Financial Analysis*, 39, 127-136.

MacKinlay, A. C. (1997). *Event studies in economics and finance. Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.

Powell, J. H. (2021). *Monetary policy in the time of COVID*. Discorso tenuto presso “*Macroeconomic Policy in an Uneven Economy, economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming*”, 27 agosto 2021.

Rebucci, A., Hartley, J. S., Jiménez, D. (2022). *An event study of COVID-19 central bank quantitative easing in advanced and emerging economies. In Essays in Honor of M. Hashem Pesaran: Prediction and Macro Modeling* (Vol. 43, pp. 291-322). Emerald Publishing Limited.

Rosa, C., Verga, G. (2018). *The impact of central bank announcements on asset prices in real time. Thirteenth issue* (June 2008) *of the International Journal of Central Banking*.

van den End, J. W., Samarina, A (2021). *Financial market sensitivity to announcements by the ECB*. CEPR, Articolo pubblicato il 2 gennaio 2021.

Wang, S., Mayes, D. G. (2012). *Monetary policy announcements and stock reactions: An international comparison. The North American Journal of Economics and Finance*, 23(2), 145-164.

C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha, L. Burlon: *The Great Lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions*.

Visco I. (2021), “Pandemia, inflazione e politica monetaria”, *Moneta e Credito*, 74 (296): 239-247.

F. Boissay, D. Rees and P. Rungcharoenkitkul: “*Dealing with Covid-19: understanding the policy choices*”, *Bis Bulletin* No.19, 22 maggio 2020.

C. Vallence and P. Wallis: “*The Response by Central Banks in Advanced Economies to COVID-19*”.

Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M., *The ECB's Measures in Support of the COVID-19 Crisis, Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2021*.

Janson, W. and Jia, C. (2020). *Forward Guidance during the Pandemic: has it changed the public's expectations? Economic commentary* (Federal Reserve Bank of Cleveland), pp.1–7.

## SITOGRAFIA

<https://www.tidona.com/le-misure-di-politica-economica-nellarea-delleuro-in-risposta-alla-pandemia/>

[https://www.bankpedia.org/termine.php?c\\_id=20102](https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=20102)

<https://www.minnpost.com/macro-micro-minnesota/2021/02/75-years-after-its-passage-the-employment-act-still-shapes-federal-economic-policy/>

<https://www.federalreservehistory.org/essays/humphrey-hawkins-act>

<https://www.openpolis.it/parole/cosa-sono-i-pacchetti-europei-crii-e-crii/>

<https://www.ecb.europa.eu/home/search/html/coronavirus.it.html>

<https://investire.biz/banche-centrali/main-street-lending-program-cosa-e-come-funziona-programma-fed-coronavirus>

[https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/peltro/Dettagli\\_PELTRO\\_10122020.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/peltro/Dettagli_PELTRO_10122020.pdf)

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

