

**LE CRISI FINANZIARIE NEL TEMPO, UN
CONFRONTO TRA LE REAZIONI DELLE
BANCHE CENTRALI: BCE E FED**

Prof.
Alessandro Pandimiglio

RELATORE

Ginevra Meluzzi
Matr. 264891

CANDIDATO

Sommario

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1: LA MONETA E IL SISTEMA MONETARIO	5
1.1. La definizione di moneta	5
1.2. L'offerta di moneta	7
1.3. Gli strumenti di politica monetaria	9
1.3.1. Gli strumenti convenzionali	9
1.3.2. Strumenti non convenzionali.....	13
CAPITOLO 2: UN CONFRONTO TRALE LE BANCHE CENTRALI: BCE E FED	17
2.1. La Banca Centrale Europea, BCE	17
2.1.1. Cenni storici	17
2.1.2. Struttura e governance	18
2.2. La Federal Reserve System, FED	19
2.2.1. Cenni storici	19
2.2.2. Struttura e governance	20
2.3. Gli obiettivi di politica monetaria: finali, intermedi e operativi	22
2.3.1. Obiettivi a confronto	23
2.4. Strategie di politica monetaria	25
2.4.1. Strategie adottate dalla BCE.....	25
2.4.2. Strategie adottate dalla FED.....	29
2.5. Strumenti di politica monetaria	30
2.5.1. Il kit europeo	30
2.5.2. Gli strumenti a disposizione della FED	34
CAPITOLO 3: PANORAMICA DELLE CRISI FINANZIARIE E REAZIONI DELLE BANCHE CENTRALI	37
3.1. Il grande crollo: la crisi finanziaria del 1929	37
3.1.1. La reazione della FED	39
3.1.2. Gli effetti sull'economia reale	41
3.1.3. Le ripercussioni in Europa	42
3.2. La Grande Recessione: la crisi finanziaria del 2008	43
3.2.1. La reazione della FED	48
3.2.2. Misure non convenzionali: <i>quantitative easing e forward guidance</i>	49
3.2.3. La reazione della BCE.....	50
3.2.4. Gli effetti delle politiche non convenzionali	54
3.3. La crisi del Covid	55
3.3.1. Le azioni della FED	57
3.3.2. La risposta della BCE.....	58
CONCLUSIONI	60
BIBLIOGRAFIA	63
SITOGRAFIA	64

INTRODUZIONE

Questo elaborato si propone di analizzare e mettere a confronto le politiche monetarie di due delle Banche Centrali più influenti al mondo: la Banca Centrale Europea (BCE) e la Federal Reserve System (FED) che operano rispettivamente all'interno dell'area dell'euro e degli Stati Uniti. In particolare, viene analizzata la risposta dei due istituti a tre grandi crisi finanziarie dell'ultimo secolo: la Grande Depressione del 1929, la Grande Recessione del 2008 e la Crisi pandemica del 2019.

Il primo capitolo ha lo scopo di fornire un'ampia visione di concetti di politica macroeconomica e una descrizione teorica degli strumenti di politica monetaria. Successivamente, questi verranno approfonditi in relazione al loro utilizzo da parte delle due istituzioni.

Una delle funzioni della politica macroeconomica è quella di analizzare come le istituzioni finanziarie e le banche rispondono quando si trovano di fronte a una crisi.

Infatti, se la politica fiscale viene decentrata ai singoli Stati, la politica monetaria viene accentrata sotto il potere delle banche centrali, le quali attraverso meccanismi e strumenti di politica monetaria, convenzionali e straordinari, definiscono e sono responsabili delle decisioni di politica monetaria.

Un interessante approfondimento riguarda il caso in cui gli strumenti convenzionali, quali la regolazione dei tassi di interesse e le operazioni di mercato aperto, risultano inefficaci: in queste situazioni le banche centrali devono intervenire per ristabilire un equilibrio economico a livello globale. Questi interventi, come vedremo, si concretizzano in strumenti non convenzionali come il *quantitative easing* o la *forward guidance*.

Nel secondo capitolo vengono messi in risalto i diversi approcci delle due Banche di fronte alle suddette crisi finanziarie; tali differenze nell'adozione e nell'utilizzo degli strumenti sono insite nella struttura e nella governance delle stesse, oltre che negli obiettivi e nelle strategie che guidano le loro decisioni di politica monetaria: la BCE ha il compito prioritario e irrinunciabile di perseguire la stabilità dei prezzi mentre la FED è caratterizzata da un duplice mandato consistente nel mantenere la stabilità dei prezzi e nel promuovere la piena occupazione.

Il fulcro dell'elaborato risiede nel terzo capitolo dove viene illustrata una panoramica delle crisi finanziarie dell'ultimo secolo: viene analizzato inizialmente il contesto economico-sociale che ha caratterizzato ciascuna crisi, spiegandone le cause e i motivi

che l'hanno scatenata; infine viene effettuata un'analisi economica delle reazioni registrate dalle due banche.

CAPITOLO 1: LA MONETA E IL SISTEMA MONETARIO

1.1. La definizione di moneta

La definizione di moneta, apparentemente molto semplice, non è in realtà univoca né universale ed è sempre stata oggetto di discussione. La moneta rappresenta l'elemento centrale nell'economia moderna e svolge funzioni essenziali per il funzionamento dei sistemi economici.

L'analisi seguente si basa sui principi e concetti fondamentali esposti in diversi manuali di testo, che hanno fornito un quadro teorico essenziale per la comprensione degli argomenti trattati, tra cui “Economia monetaria e politica economica dell'UE” di Arcelli, e “Macroeconomia” di Mankiw e Taylor.

Nel corso del tempo la moneta è passata dall'accezione di moneta-merce che includeva oggetti come conchiglie, perle e metalli preziosi a moneta segno dotata di due caratteristiche essenziali: l'assenza di valore intrinseco e la non convertibilità in nessuno strumento dotato di valore intrinseco. All'interno di questa macro-classe si è soliti distinguere tra moneta legale o fiat (ovvero le banconote emesse dalle banche centrali e il cui potere liberatorio è pieno per le transazioni) e moneta fiduciaria (ad esempio l'assegno bancario, accettata come contropartita solo nelle transazioni in cui sussiste un presupposto di fiducia tra le parti).

Per capire questo passaggio a moneta a corso legale e quindi comprendere i motivi per cui bisognerebbe attribuire valore a qualcosa che è intrinsecamente privo di valore bisogna fare un passo indietro e analizzare la storia della moneta.

Inizialmente per regolare gli scambi gli individui contrattavano sulla quantità di oro che ritenevano corrispondente al bene da scambiare. Tuttavia, la verifica del peso e della purezza del metallo richiedeva tempo, lo Stato quindi per ridurre i costi di transazione intervenne ponendo le basi per il gold standard, raccogliendo l'oro dagli individui in cambio di certificati aurei, ovvero pezzi di carta che potevano essere convertiti in una quantità d'oro certa e determinata.¹ Il gold standard, infatti, è un sistema monetario in cui il valore della moneta di un paese era direttamente legato a una quantità specifica di oro ed è stato ampiamente adottato del XIX sec. Tuttavia, il gold standard iniziò a mostrare le sue debolezze durante i periodi di crisi economica come la Grande Depressione del

¹ N. Mankiw, M. Taylor, 2015

1929, quando la rigidità nel fornire liquidità aggravò le condizioni economiche. A metà del XX secolo la maggior parte dei Paesi abbandonò il gold standard in favore di una moneta a corso legale, il cui valore non è legato a un bene fisico ma è garantito dalla fiducia del governo emittente.

L'approccio degli economisti nella definizione della moneta è di tipo funzionale: un bene è moneta in base alle funzioni che svolge, come affermò Jhon Hicks infatti "la moneta è ciò che la moneta fa".²

Hicks identificò le principali funzioni della moneta nella triade dell'economia monetaria³: la moneta esplica una funzione di unità di conto o metro di valore, mezzo di pagamento, e riserva di valore. Sebbene queste funzioni siano concettualmente distinte, in realtà sono collegate tra loro: la moneta è un mezzo di pagamento perché misura il valore dei beni e consente trasferimenti di ricchezza. La teoria classica e neoclassica considerano fondamentalmente il ruolo di mezzo di scambio mentre la teoria keynesiana considera fondamentale il suo ruolo di fondo di valore, ponendo in evidenza le caratteristiche di liquidità della moneta.

Secondo una recente definizione, nel primo caso la moneta si usa per confrontare in maniera omogenea il valore di prodotti e servizi molto diversi tra loro, agevolando così le decisioni economiche e gli accordi contrattuali. La funzione di mezzo di pagamento fa riferimento al fatto che può essere scambiata istantaneamente con beni e servizi: l'acquirente consegna moneta al venditore e in questo modo si libera da ogni obbligo nei confronti di quest'ultimo che, accettandola, ne riconosce il valore. Per ultimo la moneta intesa come riserva di valore permette di spostare nel tempo la quota di reddito che non viene utilizzata immediatamente per consumare beni e servizi. In altri termini, consente di conservare, quindi risparmiare, una quota del reddito corrente per spenderlo in futuro.⁴ La liquidità della moneta consiste nella possibilità di poterla utilizzare immediatamente per effettuare transazioni di ogni genere. Tale caratteristica, seppur in misura diversa, è posseduta anche da altre attività finanziarie, la nozione di liquidità, infatti, presenta gradi diversi di intensità, da qui deriva la possibilità di ordinare tutte le attività finanziarie in funzione del loro grado di liquidità, mantenendo al vertice la moneta circolante.

² M. Arcelli, 2007

³ M. Arcelli, 2007

⁴ Banca d'Italia, Le funzioni della moneta e le proposte di "moneta fiscale", <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/moneta-fiscale/index.html>

Da un punto di vista statistico si usa classificare negli aggregati monetari e finanziari l'insieme di strumenti che svolgono determinate funzioni nell'economia e sono caratterizzati da diversi gradi di liquidità. L'aggregato monetario ristretto M1, che include banconote e assegni bancari. Un aggregato intermedio M2 che include M1 più i depositi a breve termine, e l'aggregato più ampio M3 che estende la misura M2 includendo elementi come le operazioni di pronti contro termine.

È importante specificare che la definizione degli aggregati monetari nell'area dell'euro comprende solo le attività detenute da banche centrali, istituti di credito e fondi di investimento sul mercato monetario facenti parti delle Istituzioni Finanziarie e Monetarie (IFM), a differenza della composizione degli aggregati monetari USA che includono quote non istituzionali di fondi comuni in M2 e depositi a tempo di elevato ammontare in M3.⁵

1.2. L'offerta di moneta

La quantità di moneta disponibile in un'economia, nota come offerta di moneta, è strettamente controllata dalle autorità monetarie ma è frutto di un processo dinamico e complesso che dipende dall'interazione tra la banca centrale, le banche commerciali e gli individui.

In Europa, la Banca Centrale Europea (BCE), attraverso vari strumenti, regola l'offerta monetaria per perseguire gli obiettivi di politica economica, come la stabilità dei prezzi. Negli Stati Uniti questa responsabilità è delegata alla Federal Reserve, nel Regno Unito alla Bank of England. Gli individui dall'altro lato contribuiscono all'offerta di moneta detenendo denaro sotto forma di circolante e versando depositi presso le banche commerciali. Quest'ultime a loro volta, utilizzano i depositi ricevuti per concedere prestiti ai clienti. Il denaro che non viene prestato viene mantenuto come riserva. Questo meccanismo di prestiti e riserve viene regolamentato dal coefficiente di riserva che stabilisce la percentuale dei depositi che le banche devono detenere e non possono prestare. Questo coefficiente è cruciale per prevenire che il processo di creazione del denaro diventi infinito e incontrollato, garantendo stabilità e prevedibilità nell'offerta di moneta e ponendo un limite alla crescita degli aggregati monetari e creditizi.

L'offerta di moneta dipende da tre elementi fondamentali:

⁵ G. Di Giorgio, 2015

Base monetaria (BM): la quantità di denaro totale detenuta dal pubblico sotto forma di circolante e dalle banche sotto forma di riserve. Viene controllata direttamente dalla banca centrale e rappresenta le passività nel bilancio della banca centrale.

Rapporto riserve/depositi (rr): è la quota di depositi bancari che le banche trattengono a riserva ed è determinato dalle politiche interne delle banche e dalle leggi che regolano l'attività del settore bancario. Un rapporto basso significa che le banche possono prestare più denaro, espandendo l'offerta di moneta, mentre un rapporto alto indica una maggiore prudenza o requisiti regolamentari, limitando l'espansione dell'offerta.

Indicheremo con α le riserve libere e con β le riserve obbligatorie.

Rapporto circolante/depositi (cr): è la quantità di circolante che gli individui detengono in misura percentuale dei loro depositi a vista e riflette le preferenze degli individui sulla forma di moneta che desiderano detenere.

Un alto rapporto circolante/depositi può ridurre l'effetto moltiplicatore dei prestiti bancari sull'offerta di moneta, poiché significa che più denaro è tenuto sotto forma di contanti e meno è disponibile per essere prestato e moltiplicato attraverso il sistema bancario.

Abbiamo visto quindi che l'offerta di moneta dipende dalla somma del circolante e dei depositi a vista, mentre la base monetaria è la somma del circolante e delle riserve bancarie. Per esprimerla in altri termini possiamo riscrivere: ⁶

OFFERTA DI MONETA = $M = C + DB$

BASE MONETARIA = $BM = C + R$

Dividendo la prima equazione per la seconda otterremo:

$$\frac{M}{BM} = \frac{C + DB}{(C + R)}$$

Da cui dividendo per DB:

$$M = \frac{\frac{C}{DB} + \frac{DB}{DB}}{\frac{C}{DB} + \frac{R}{DB}} = \frac{cr + 1}{cr + rr} * BM$$

⁶ N. Mankiw, M. Taylor, 2015

Dove $\frac{cr+1}{cr+rr}$ rappresenta il moltiplicatore monetario.

Da questa equazione possiamo dedurre le seguenti conclusioni:

L'offerta di moneta è proporzionale alla base monetaria: all'aumentare della base monetaria l'offerta di moneta aumenta in misura proporzionale

Quanto minore è il rapporto riserve/depositi (rr) tanto più le banche possono concedere prestiti e tanta più moneta crea il sistema bancario. Dunque al diminuire del rapporto riserve/depositi il moltiplicatore monetario aumenta e l'offerta di moneta aumenta.

Per ultimo quanto più è minore il rapporto circolante/depositi, quindi la quota di base monetaria che il pubblico detiene sotto forma di circolante, tanto maggiore è la quota di base monetaria che finisce depositata nel sistema bancario e tanta più moneta le banche possono creare. Quindi al diminuire del rapporto circolante/depositi il moltiplicatore monetario e l'offerta di moneta aumentano.

1.3. Gli strumenti di politica monetaria

I principali strumenti attraverso il quale una banca centrale controlla l'offerta di moneta possono essere generalmente classificati in strumenti convenzionali e strumenti non convenzionali. I primi consistono sostanzialmente nella gestione del livello dei tassi di interesse da parte delle banche centrali per influenzare l'attività economica e includono le operazioni di mercato aperto, il tasso di rifinanziamento e gli obblighi di riserva, i secondi sono stati introdotti negli ultimi anni a seguito delle crisi finanziarie che hanno reso inefficace l'utilizzo degli strumenti tradizionali.

In questo capitolo analizzeremo in cosa ognuno consiste mentre il modo in cui le banche centrali ne fanno uso verrà approfondito più avanti.

1.3.1. Gli strumenti convenzionali

Le operazioni di mercato aperto (OMA)

Consistono nella vendita o nell'acquisto di titoli per modificare la quantità di moneta in circolazione. Per aumentare l'offerta di moneta una banca centrale può creare circolante e usarlo per acquistare titoli obbligazionari dal pubblico in modo che a seguito dell'acquisto il pubblico detenga una quantità maggiore di circolante. Al contrario un'operazione di mercato aperto di vendita comporterà una riduzione dell'offerta di moneta.

Questi tipi di operazioni sono dette a titolo definitivo poiché comportano l'acquisto o la vendita di attività monetarie dal o al settore bancario, senza un accordo di rivendita o riacquisto a una data successiva.

Le OMA⁷ si dicono “difensive” quando hanno lo scopo di compensare i cambiamenti di altri fattori che influenzano le riserve bancarie senza mirare a modificare la base monetaria in modo significativo. Gli “altri fattori” possono includere flussi di cassa stagionali, operazioni fiscali governative che hanno un impatto sui depositi della banca centrale o altre variazioni nei depositi della banca centrale che non sono direttamente regolate dalla politica monetaria. Pertanto, l'obiettivo delle operazioni difensive è mantenere stabili le condizioni di liquidità nel sistema bancario e garantire che il funzionamento del mercato monetario non sia influenzato da cambiamenti imprevisti in altri fattori.

Invece, le OMA “dinamiche” mirano a cambiare la base monetaria e a influenzare direttamente la liquidità disponibile nel sistema bancario. Queste operazioni vengono eseguite quando la banca centrale desidera modificare la politica monetaria, ad esempio per stimolare l'economia acquisendo titoli o vendendo titoli per raffreddare l'economia, quindi quando cerca attivamente di raggiungere i suoi obiettivi di politica monetaria, come il controllo dell'inflazione e il sostegno alla crescita economica.

Per capire meglio questo concetto e analizzare l'effetto che queste hanno sul sistema bancario possiamo osservare direttamente lo stato patrimoniale⁸ del sistema bancario e delle banche centrali ipotizzando che le banche vendano 100 euro di obbligazioni alla banca centrale e questi vengano accreditati sui depositi che le banche detengono presso le banche centrali.

L'acquisto di titoli comporterà un'espansione dello stato patrimoniale della Banca Centrale, con un aumento sia delle attività che delle passività e quindi della liquidità dato che le somme depositate a riserva possono essere utilizzate.

Banca Centrale			
Attivo		Passivo	
Titoli	+100	Riserve	+100

⁷ F. Mishkin, S.Easkins, E. Beccali, 2019

⁸ F. Mishkin, S.Easkins, E. Beccali, 2019

Tabella 1; Stato Patrimoniale di una Banca Centrale; Fonte: F. Mishkin, S.Easkins, E. Beccali, 2019

In passato le operazioni di mercato aperto erano lo strumento più utilizzato per regolare l'offerta di moneta, tuttavia ai giorni d'oggi si preferisce ricorrere a operazioni di mercato aperto che consentano l'acquisto e la rivendita a una data futura di attività finanziarie a prezzi predeterminati tramite la regolazione dei tassi di rifinanziamento, i cosiddetti pronti contro termine.⁹

La banca centrale concede un prestito nel quale i titoli obbligazionari o le attività finanziarie non monetarie vengono ceduti alle banche finanziate a garanzia del prestito stesso. La banca centrale ha un elenco di titoli e attività finanziarie che è disposta ad accettare come garanzia (attività "sicure"), ad esempio i titoli di stato o i titoli emessi da grandi imprese.¹⁰

Le controparti di un contratto pronti contro termini compiono tra di loro due operazioni tra loro simmetriche: repo e reverse repo. Il repo si impegna a vendere a pronti un titolo posto a garanzia e a riacquistarlo a termine (repurchase). La controparte, dunque, acquista titoli a pronti e si impegna a rivenderli a termine. La differenza positiva fra il prezzo di rivendita (incassato a termine) e quello di acquisto (pagato a pronti) determina il rendimento dell'operazione ed è il cosiddetto *tasso repo* per la Bank of England, *tasso di rifinanziamento* per la BCE e *tasso di sconto* per la FED.

Operazioni su iniziativa delle controparti

Il meccanismo delle operazioni "*overnight*" risiede negli obblighi che abbiamo visto precedentemente: le banche commerciali hanno l'obbligo di detenere riserve sufficienti per coprire le proprie passività e si pongono come obiettivo il mantenimento di un determinato rapporto riserve/depositi grazie al coefficiente di riserva che di norma viene stabilito dalla banca centrale. Tuttavia, la quantità di riserve e depositi all'interno di un sistema bancario è volatile e le banche rischiano di trovarsi da un giorno all'altro con più o meno riserve del livello desiderato, di conseguenza le banche commerciali risentono della necessità di prestarsi denaro a brevissimo termine in modo che le banche con riserve in eccesso possano finanziare le banche con riserve insufficienti.

⁹ Consiste nel tasso di interesse al quale la banca centrale è disposta a finanziare le banche nel breve periodo.

¹⁰ N. Mankiw, M. Taylor, 2015

Questo mercato delle riserve a breve termine, che considera periodi da 24 ore a 2 settimane, viene detto mercato monetario (o interbancario).

La banca centrale può contrarre l'offerta di moneta aumentando i tassi di finanziamento, costringendo le banche a limitare gli impieghi anziché indebitarsi o viceversa aumentare l'offerta di moneta abbassando i tassi di finanziamento dando un incentivo alle banche a indebitarsi a basso costo.

Le operazioni descritte finora possono quindi avere natura diversa a seconda che l'iniziativa venga presa dalle banche centrali o dalle banche commerciali.

Nel primo caso distinguiamo: le operazioni di rifinanziamento principale (MRO), operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) e le operazioni di regolazione strutturale (SO). Le prime due sono orientate soprattutto a fornire liquidità e influenzare i tassi di interesse rispettivamente a breve e lungo termine, contribuendo direttamente agli obiettivi di stabilità dei prezzi della BCE. Le SO offrono alla Banca Centrale la flessibilità aggiuntiva per gestire la liquidità del mercato in modo più mirato, permettendo di affrontare squilibri strutturali specifici che potrebbero non essere adeguatamente indirizzati attraverso le MRO e le LTRO. Nel secondo caso ritroviamo le operazioni di rifinanziamento marginale (MLF) e i depositi presso la banca centrale (DF).

Tra le operazioni di mercato aperto che permettono alle banche commerciali di prendere l'iniziativa di richiedere liquidità alla banca centrale distinguiamo le operazioni di rifinanziamento marginale (MLF) e i depositi presso la banca centrale (DF). Queste consentono di soddisfare il fabbisogno momentaneo di liquidità delle controparti, in quanto attraverso di esse le Banche Centrali sono in grado di fornire o assorbire liquidità overnight.

Queste verranno analizzate nel dettaglio nel capitolo successivo.

Riserve obbligatorie

In generale abbiamo visto che tutte le banche hanno un conto presso la banca centrale in cui mantengono i loro depositi. Le riserve sono costituite dai depositi presso la banca centrale più la valuta fisicamente detenuta presso le banche. Abbiamo inoltre visto che queste riserve sono delle attività per le banche ma passività per le banche centrali poiché

le banche possono chiedere pagamenti su di esse in qualsiasi momento e la banca centrale è tenuta a soddisfarle.

Quando parliamo di riserve¹¹ bisogna distinguere le riserve obbligatorie (β) che consistono in una quantità minima di riserve che le banche commerciali devono detenere in rapporto ai depositi e determinano la quantità di moneta che il sistema bancario può creare con ogni euro di depositi raccolto e le riserve in eccesso (o libere α) che consistono in depositi aggiuntivi che le banche possono decidere se mantenere o prestare ad altre banche commerciali durante la notte (prestiti overnight).

Gli obblighi di riserva e il tasso di interesse sulle riserve influenzano il tasso del mercato monetario overnight variando la domanda di riserve e il tasso pagato sulle riserve stesse: un aumento delle riserve obbligatorie comporta il fatto che le banche devono detenere più riserve riducendo gli impieghi che possono effettuare per ogni euro di deposito mentre una riduzione significa che sono tenute a detenerne di meno: riducendo il rapporto riserve/depositi, il valore del moltiplicatore monetario aumenta provocando un'espansione dell'offerta di moneta.

Le riserve obbligatorie sono state utilizzate raramente come strumento di politica monetaria perché il loro innalzamento può causare problemi di liquidità immediata per le banche con un basso livello di riserve in eccesso e di conseguenza uno squilibrio per l'intero sistema bancario. Ad esempio la BCE, pur continuando a stabilire un obbligo di riserva, lo applica al valore medio delle riserve in un dato periodo di tempo e non al valore puntuale di ogni dato istante di tempo limitando l'ampiezza delle fluttuazioni del volume di finanziamenti in modo da mantenere una stabilità del mercato monetario piuttosto che per controllare l'offerta di moneta.

1.3.2. Strumenti non convenzionali

Gli strumenti convenzionali vengono utilizzati per apportare modifiche specifiche alla politica monetaria, per questo motivo in periodi normali questi possono essere sufficienti per stabilizzare l'economia, ma quando la banca centrale deve intervenire in

¹¹ N. Mankiw, M. Taylor, 2015

modo più sostanziale, per esempio in periodi di crisi, gli strumenti convenzionali non sono più adeguati e si sente la necessità di ricorrere a strumenti non legati ai tassi di interesse, i cosiddetti strumenti non convenzionali.

L'inefficacia degli strumenti convenzionali deriva principalmente dal fatto che il sistema finanziario si blocca a tal punto che non riesce più a convogliare le risorse verso usi produttivi e comporta il collasso delle spese per gli investimenti e dell'economia. Un'altra causa di inefficacia è il *zero lower bound (ZLB)*: situazione in cui la banca centrale non può più abbassare i tassi di interesse perché è già pari o vicino allo zero, come avvenne nel 2008.

La differenza sostanziale degli strumenti non convenzionali rispetto a quelli convenzionali è che le prime sono caratterizzate dalla creazione di nuova moneta, mentre nelle operazioni convenzionali questo non accade.

Tra gli strumenti non convenzionali tratteremo il *quantitative easing*, la *forward guidance* e i tassi di interesse negativi sui depositi bancari overnight presso la banca centrale.

Quantitative easing

L'alleggerimento quantitativo (*QE*, *Quantitative Easing*) è un'operazione che permette alla banca centrale di aumentare la quantità di moneta in circolazione e stimolare la crescita economica.

Consiste in una creazione e iniezione di liquidità nel sistema da parte delle banche centrali mediante l'acquisto sul mercato di attività finanziarie a lungo termine (azioni, obbligazioni, titoli di stato), collocabili nell'attivo del bilancio, finanziate da un aumento delle riserve delle banche a deposito presso le banche centrali (passivo del bilancio) per sostenere la crescita economica e perseguire gli obiettivi di politica monetaria.

L'aumento di liquidità deriva dall'espansione del bilancio a seguito dell'acquisto di titoli e si traduce in un calo dei tassi di interesse interbancari e una conseguente riduzione dei tassi di interesse a lungo termine ma mantenendo alti i prezzi delle obbligazioni a lungo termine. Tuttavia, per evitare che le banche depositino la liquidità aggiuntiva come riserva presso la banca centrale è consigliabile utilizzare tale strumento solo nel caso i tassi di interesse siano a livelli prossimi allo zero in modo che il tasso di remunerazione dei depositi sia nullo e le banche commerciali siano meno incentivate a depositare liquidità a riserva.

Il *QE* fu utilizzato per la prima volta dalla Bank of Japan verso la fine degli anni 90 con l'obiettivo di sconfiggere la deflazione.

La FED adottò questo tipo di operazioni nel 2009 per attenuare gli effetti negativi della crisi, mentre la BCE attuò il primo *QE* nel 2015. La Bank of England invece optò per la politica del *Credit Easing*, ovvero una politica di acquisti di titoli privati (*commercial papers*, obbligazioni societarie e titoli garantiti da attività) che da una parte stimolano l'economia in maniera più diretta, dall'altra comportano l'esposizione della banca centrale che ne fa ricorso a un elevato grado di rischio di credito e potenziali perdite.

Forward Guidance

È una strategia che prevede l'impegno da parte della banca Centrale di tenere i tassi di interesse a zero per un lungo periodo di tempo in modo da abbassare le attese del mercato di futuri aumenti dei tassi a breve, facendo di conseguenza calare i tassi di interesse a lungo termine.

Esistono in realtà due versioni di tale strumento: la prima è quella sopra citata, nella seconda la banca centrale fornisce informazioni riguardo la propria politica monetaria, concentrando l'attenzione sul modo in cui si evolverà in futuro e considerando le proprie aspettative per l'inflazione.

La *forward guidance*, o il solo annuncio, può essere subordinato a criteri qualitativi, quantitativi o temporali. In ogni caso esistono alcuni fattori che potrebbero rendere inefficace tale strumento: potrebbe essere incapace di influenzare le aspettative se l'annuncio è poco credibile o se è già stato predetto dal mercato; in alternativa il messaggio potrebbe essere mal interpretato dal mercato provocando effetti economici negativi o comportando addirittura una perdita di fiducia da parte di consumatori e imprese.

Tassi di interesse negativi

I *NIRP*, *Negative Interest-Rate Policy*, sono un altro strumento non convenzionale che consiste nell'abbassare i tassi di interesse sotto lo zero con l'obiettivo di ridurre i tassi di prestito e aumentare l'offerta del credito e dei prezzi nei mercati finanziari. Questa tipologia di strumenti in realtà ha suscitato numerose preoccupazioni legate alle

conseguenze negative sulla redditività delle banche, all'efficacia della riduzione dei tassi di prestito e ai dubbi relativi alla loro capacità di incrementare l'offerta di credito.

Secondo l'idea tradizionale i tassi non dovrebbero mai avvicinarsi allo zero ne tantomeno essere negativi. Tale concezione era legata alla teoria della trappola della liquidità.¹² secondo cui quando i tassi sono bassi o negativi i consumatori per timore preferiscono accumulare la propria liquidità piuttosto che depositarla in conti che utilizzano tassi negativi.

Tuttavia, questi possono essere utilizzati in situazioni di emergenza: la BCE ha fatto uso di tali strumenti a partire dal 2014, specificamente il tasso sui depositi overnight delle banche presso la BCE ad esempio è passato dal -0,10% nel 2014 al -0,50% nel 2019, con lo scopo di controllare l'inflazione e sostenere l'economia dell'Eurozona stimolando il credito e gli investimenti.¹³

¹² Situazione in cui i tassi di interesse a breve sono vicino allo zero e variazioni di politica monetaria non si riflettono in corrispondenti variazioni della domanda aggregata.

¹³ <https://www.economiaepolitica.it/banche-e-finanza/la-bce-sta-neutralizzando-i-tassi-negativi/#:~:text=Dal%202014%20la%20Banca%20Centrale,2019%2C%20tasso%20che%20permane%20tuttora.>

CAPITOLO 2: UN CONFRONTO TRA LE LE BANCHE CENTRALI: BCE E FED

Abbiamo visto come la responsabilità di regolare la politica monetaria sia attribuita a una banca centrale, ente autonomo che opera separatamente dalle entità governative come il governo, il parlamento e il capo di stato.

Nella loro analisi è importante considerare anche la struttura e la governance che le caratterizzano, che giocano un ruolo decisivo nell'operatività e nella gestione delle politiche e delle strategie. In questo capitolo verranno esaminate le strutture istituzionali delle banche centrali, focalizzando l'attenzione inizialmente sulla BCE e poi sulla FED.

2.1. La Banca Centrale Europea, BCE

2.1.1. Cenni storici

La Banca Centrale Europea (BCE), con sede a Francoforte sul Meno, in Germania nasce nel 1998, succedendo all'istituto monetario europeo (IME).

Nel 1988 gli stati membri della comunità economica europea (CEE) fondarono l'unione economica e monetaria (UEM) che prevedeva l'introduzione dell'euro come moneta unica e il trasferimento delle competenze di politica monetaria alla BCE.

Nel 1993 con il Trattato di Maastricht (TUE) venne sancita l'integrazione economica europea e la creazione dell'Unione Europea.

La BCE attualmente¹⁴ collabora con le banche centrali nazionali di tutti i paesi dell'UE e insieme costituiscono il sistema europeo delle banche centrali (SEBC).

Dal 1 gennaio 1999 è responsabile della conduzione della politica monetaria dei paesi che hanno adottato l'euro, assicurandosi che i compiti attribuiti a questi ultimi siano svolti sia attraverso le proprie attività sia tramite le attività delle Banche Centrali Nazionali (BCN).

Il SEBC si compone della BCE e dei 27 stati membri dell'Unione Europea, considerando però che non tutti i paesi dell'UE hanno adottato l'euro, è stato scelto il termine Eurosystema per indicare l'organismo che assolve i compiti di politica monetaria dell'area euro che ad oggi comprende 20 paesi.

¹⁴ <https://www.consob.it/web/investor-education/l-eta-corrente>

2.1.2. Struttura e governance

Una caratteristica fondamentale affinché la politica monetaria sia orientata al mantenimento della stabilità dei prezzi, contribuendo alla fiducia e alla prevedibilità economica all'interno dell'euroarea è l'indipendenza. Questa le consente di agire senza pressioni politiche esterne e di perseguire i suoi obiettivi senza interferenze.

Essa viene sancita dal Trattato dell'Unione Europea e include un'indipendenza istituzionale e funzionale, finanziaria in quanto gestisce in autonomia il proprio budget e personale poiché i membri del direttorio della BCE sono nominati per un mandato lungo e non rinnovabile riducendo l'influenza sulle loro decisioni.

Data l'indipendenza¹⁵ della BCE, la governance interna è di competenza primaria dei suoi organi decisionali, in particolare del Consiglio direttivo e del Comitato esecutivo. Inoltre, esistono diversi livelli di controllo interni ed esterni.

La Banca d'Italia riporta direttamente l'assetto organizzativo e istituzionale della Banca Centrale Europea, composta da un consiglio direttivo, un comitato esecutivo, un consiglio generale posto come terzo organo decisionale finché esisterà l'area euro e un consiglio di vigilanza¹⁶. Questi verranno analizzati nel corso del paragrafo analizzando le funzioni (regolate dal trattato TFUE, dallo statuto della BCE e dai rispettivi regolamenti interni) e le rispettive composizioni.

Il Consiglio direttivo¹⁷ è l'organo decisionale supremo per l'amministrazione e il funzionamento della BCE: ne adotta il Regolamento interno ed è competente, in particolare, in materia finanziaria.

Su proposta del Comitato esecutivo adotta il bilancio annuale della BCE e assume tutte le decisioni riguardanti il conferimento di risorse finanziarie a quest'ultima nonché la destinazione dei risultati finanziari annuali. Definisce le strategie e le linee generali della politica monetaria comune formulando decisioni, la cui attuazione è delegata al comitato esecutivo. Stabilisce, inoltre, le condizioni di impiego sia dei membri del Comitato esecutivo sia del personale della Banca.

¹⁵ K. Sheller; BCE, storia ruoli e funzioni; 2006

¹⁶ Banca d'Italia, assetto istituzionale e organizzativo, <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/eurosistema/assetto-istituzionale-e-organizzativo/index.html>

¹⁷ K. Sheller; BCE, storia ruoli e funzioni; 2006

Attualmente è composto dai membri del Comitato esecutivo, incluso il presidente, e dai governatori delle banche centrali che hanno adottato l'euro.

Nel Consiglio ogni membro ha diritto di voto. Da ciò, come afferma Di Giorgio nel suo libro "Banche centrali e politica monetaria", emerge che "nella governance del sistema, è assegnato maggior peso alla periferia del sistema piuttosto che al centro".¹⁸

Il Comitato Esecutivo¹⁹, si occupa dell'attuazione della politica monetaria, della gestione degli affari correnti e prepara le riunioni del Consiglio direttivo, è composto dalla Presidente e il Vicepresidente della BCE e altri quattro membri.

Il Comitato esecutivo esercita poteri in ambito organizzativo e gestionale. Previa consultazione del Consiglio direttivo decide la struttura interna della BCE, ossia il numero, la denominazione e le competenze delle sue unità funzionali. Le unità funzionali, o "aree operative", principali sono poste sotto il diretto controllo dirigenziale del Comitato esecutivo. Quest'ultimo decide quindi circa le competenze individuali dei propri membri in relazione a determinate aree operative e ne dà informazione al Consiglio direttivo e al Consiglio generale. Tali decisioni vengono assunte in presenza di tutti i membri del Comitato e non possono essere adottate con il voto contrario del Presidente. Il Comitato esecutivo è inoltre responsabile per tutte le questioni concernenti il personale.

2.2. La Federal Reserve System, FED

2.2.1. Cenni storici

Il sistema della Federal Reserve venne creato nel 1913 in risposta a varie crisi economiche, in particolare a quella del 1907. La formazione della Banca Centrale degli Stati Uniti fu l'esito di intense discussioni al Congresso, incentrate sul rischio di una centralizzazione eccessiva. Questo problema fu mitigato adottando un approccio federale che integrasse banche distrettuali, le quali contribuivano con dati e consigli alla formulazione delle politiche monetarie.

¹⁸ G. Di Giorgio, 2015

¹⁹ K. Sheller; BCE, storia ruoli e funzioni; 2006

2.2.2. Struttura e governance

La struttura istituzionale del sistema statunitense²⁰ è più complessa rispetto a quella della banca centrale dell'eurozona. Oggi la banca centrale degli Stati Uniti d'America è composta da un ente centrale indipendente con sede a Washington (*il Board of Governors*), da 12 Fed distrettuali dislocate nelle principali città degli Stati Uniti, dal *FOMC (Federal Open Market Committee)* che è il vero organo esecutivo dell'istituzione e da altre banche che fanno parte del sistema.

Al centro del sistema vi è *il Board of Governors*, un organo composto da sette membri, nominati dal Presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato. Questi governatori prestano servizio per termini di 14 anni con lo scopo di garantire una continuità e stabilità alla leadership della Banca Centrale. Tra i membri del Board, sempre il presidente degli Stati Uniti nomina il presidente e vicepresidente della Fed, con mandati di quattro anni.

La struttura federale si esplica nelle dodici banche distrettuali dislocate in tutto il territorio statunitense, da Boston a San Francisco. A queste è affidato il compito di dare avvio a variazioni del tasso di sconto e del tasso di interesse applicato ai prestiti concessi ad altri istituti di deposito secondo la cosiddetta *discount window*. Ciascuna Fed locale ha il proprio *Board* formato da nove membri, suddivisi in classi: la classe A rappresenta le banche commerciali membri della FED, le classe B e C rappresentano i consumatori e l'interesse pubblico in riferimento al commercio, all'agricoltura, all'industria, ai servizi e al lavoro.

La Federal Reserve Bank di New York in particolare emerge come un elemento chiave, operando come il braccio esecutivo del FOMC per le operazioni di mercato aperto, consiste in un comitato composto dai membri del *Board of Governors*, dal presidente della Fed di New York e da quattro presidenti delle banche distrettuali, scelti a rotazione.

Al Board è affidata la responsabilità delle variazioni del tasso di sconto e degli obblighi di riserva mentre l'organo competente in materia di operazioni di mercato aperto è il *Federal Open Market Committee* che si riunisce regolarmente otto volte l'anno per valutare la situazione economica e prendere decisioni vitali per indirizzare

²⁰ Borsa Italiana; la struttura, le funzioni e gli strumenti operativi; <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/federal-247.htm>

l'economia verso gli obiettivi di stabilità dei prezzi e massimo impiego. Questo compito viene assolto mediante la fissazione dell'obiettivo del tasso di interesse sui *Fed Funds*, ovvero il tasso di interesse cui le istituzioni finanziarie intendono prestare (o richiedere) fondi sui conti detenuti presso la Fed.

Il sistema di governance della Federal Reserve incarna un bilanciamento tra autorità centralizzata e input regionali. Questo equilibrio tra centro e periferia permette alla Fed di adempiere al suo mandato di promuovere una crescita economica sostenibile e stabile.²¹

Dal punto di vista giuridico, la Federal Reserve opera come un'entità che si colloca a metà strada tra il settore privato e quello pubblico.

La FED gode di tre principali forme di indipendenza: finanziaria, amministrativa e operativa. L'indipendenza finanziaria è assicurata dalla sua capacità di generare entrate attraverso le proprie operazioni, come gli interessi sui titoli di stato posseduti. Questo significa che la FED non dipende dai finanziamenti del Congresso per il suo funzionamento e ciò le permette di agire immediatamente senza la pressione di vincoli di bilancio che potrebbero essere imposti per ragioni politiche.

L'indipendenza amministrativa è garantita dalla struttura della governance della FED. In particolare, i termini dei mandati dei membri *del Board of Governors* e il fatto che il presidente degli Stati Uniti nomina il presidente e il vicepresidente del Board offrono una continuità di leadership al di là dei cicli elettorali.

L'indipendenza operativa, infine, le permette di stabilire e implementare politiche monetarie senza dover ricevere approvazione dal Presidente o dal Congresso. Questa autonomia è cruciale per permetterle di reagire prontamente alle mutevoli condizioni economiche con misure che ritiene più appropriate per mantenere la stabilità dei prezzi e sostenere la crescita economica.

Nonostante la sua indipendenza, la FED è soggetta a supervisione e responsabilità democratica: deve rendere conto delle sue politiche e delle sue decisioni al Congresso, presentando rapporti semestrali e testimoniando regolarmente davanti alle commissioni del Congresso per questo viene definita come “*independent within the government*” e non “*independent from the government*”.²² Questo meccanismo di

²¹ G. Di Giorgio, 2015

²² G. Di Giorgio, 2015

responsabilità assicura che, pur operando indipendentemente, rimanga allineata con gli obiettivi economici più ampi della nazione.

2.3. Gli obiettivi di politica monetaria: finali, intermedi e operativi

Benchè solitamente si senta parlare delle banche centrali esclusivamente in relazione all'offerta di moneta e ai tassi di interesse in realtà le loro decisioni sono molto più ampie e influenzano l'economia più in generale: il livello di occupazione, l'inflazione e la quantità di credito.

Gli obiettivi delle banche centrali variano a seconda delle finalità che vogliono raggiungere, in merito a questo argomento il libro di Di Giorgio "Economia e Politica Monetaria" (2015) offre concetti approfonditi sui quali si basa l'analisi che segue. Comunemente si fa una distinzione tra obiettivi finali, che riguardano variabili macroeconomiche cruciali come l'inflazione, il reddito nazionale, il livello di impiego e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, e gli obiettivi "intermedi" associati alle condizioni del mercato finanziario, come i tassi di interesse, il valore della valuta e gli aggregati monetari e creditizi. Questi ultimi sono più direttamente influenzabili dagli strumenti di politica monetaria e servono come leve per agire sugli obiettivi principali.

Si parla infine di obiettivi "operativi" quando ci si riferisce alle variabili che le banche centrali possono controllare su base quotidiana, che generalmente hanno a che fare con il mercato interbancario, dove si attua la politica monetaria nei paesi avanzati. Questi possono essere definiti in termini di tassi di interesse a breve termine, noti come 'overnight', o in termini quantitativi, come la quantità di riserve tenute dalle banche o specifici segmenti di queste riserve e costituiscono il riferimento di breve e brevissimo periodo di qualsiasi intervento sulla liquidità.

Il complesso di obiettivi finali intermedi e operativi, delle procedure operative e degli strumenti utilizzati dalle autorità di politica monetaria va' sotto il nome di "regime monetario" di un paese.

A partire dagli anni 80, come vedremo in seguito, la priorità della politica monetaria nei maggiori paesi sviluppati è stata prima quella di contenere l'inflazione e successivamente quella di assicurare il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tuttavia, la crisi finanziaria globale scatenatasi nell'estate del 2007 e nell'autunno del 2008 ha imposto una riconsiderazione del peso assegnato all'importanza della stabilità dei prezzi che è

storicamente uno degli scopi fondamentali delle banche centrali a favore del target inflazionistico rivelatosi più efficiente.

2.3.1. Obiettivi a confronto

La comparazione fra due delle banche centrali più influenti al mondo, la Federal Reserve degli Stati Uniti e la Banca Centrale Europea, mostra una serie di notevoli differenze nella loro concezione e gestione della politica monetaria. Le più importanti di queste differenze riguardano la presenza di una gerarchia di obiettivi e la definizione di parametri specifici. Queste differenze, da una parte contribuiscono e dall'altra sono l'effetto di una struttura e una governance differente.

La Fed pone il suo fondamento giuridico nel *Federal Reserve Act*, nello statuto e in altri documenti, ad esempio, il *Full Employment and Balanced Growth Act* del 1978.

Con il *Federal Reserve Act* del 1913, il Congresso degli Stati Uniti aveva stabilito tre obiettivi principali per l'azione di politica monetaria della Fed: massimizzare il livello di occupazione, stabilizzare l'andamento dei prezzi e mantenere il livello dei tassi di interesse a un livello moderato nel lungo periodo. Tuttavia, i suoi compiti sono cresciuti nel tempo, e adesso comprendono anche la regolazione sia delle istituzioni bancarie (microstabilità) sia dei mercati (macrostabilità) al fine di assicurare stabilità e sicurezza al sistema bancario e finanziario, la riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine dato che da tali variabili dipendono le scelte di investimento e, per ultimo, la stabilità del mercato valutario dato che oscillazioni troppo ampie del cambio del dollaro incidono sugli scambi commerciali e finanziari con l'estero, fondamentali per aumentare il benessere della nazione²³.

Una caratteristica distintiva della politica monetaria della Fed è la sua notevole autonomia e flessibilità. In effetti, l'organizzazione può perseguire uno o più dei suoi obiettivi senza essere rigidamente vincolata a parametri predeterminati: la Fed non specifica il tasso di inflazione che corrisponde alla stabilità dei prezzi o il significato di una "crescita sostenuta" dell'attività economica in termini di tasso di crescita annuo del PIL. Questo le consente di adattarsi dinamicamente alle condizioni economiche che cambiano, operando

²³ G. Di Giorgio, 2015

con discrezionalità, risultando sia una forza che una sfida nella gestione delle aspettative del mercato e nella realizzazione degli obiettivi.

Diversamente, la BCE opera sotto un mandato molto più specifico e limitato con il compito prioritario e irrinunciabile di perseguire la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro (Articolo 127 TFUE), solo subordinatamente a ciò la BCE può contribuire a sostenere politiche economiche orientate allo sviluppo,²⁴ infatti conformemente all'articolo 127, paragrafo 1, TFUE: *“l'obiettivo principale del SEBC [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo tale obiettivo, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione di cui all'articolo 3 TUE. Il SEBC agisce in conformità del principio di un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza e conformemente ai principi stabiliti all'articolo 119 TFUE”*

Nel caso dell'eurozona quindi in primo luogo esiste una gerarchia tra gli obiettivi finali che vede al vertice la stabilità dei prezzi, ma soprattutto l'obiettivo viene quantificato dal Consiglio direttivo in *“un aumento sui 12 mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IACP) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento e l'obiettivo di inflazione su livelli prossimi al 2 per cento nel medio periodo”*²⁵

L'obiettivo del 2 per cento è stato scelto principalmente perché da un lato rappresenta un livello di inflazione che non comporta un costo troppo elevato per l'economia e i cittadini e dall'altro garantisce un adeguato margine di sicurezza contro il rischio di deflazione. In effetti, un'alta inflazione può essere altrettanto dannosa della deflazione: Le famiglie e le imprese tendono a rimandare gli acquisti o gli investimenti per pagare meno in futuro quando si aspettano una diminuzione dei prezzi, il che ha un impatto negativo sull'andamento dell'economia.

Invece, il processo dell'inflazione e il meccanismo di trasmissione della politica monetaria sono incerti, il che porta all'orientamento di medio periodo.²⁶

Il perseguimento di tali obiettivi si riflette nel sistema adottato dalle due banche centrali: il sistema della BCE infatti potrebbe essere definito “imperfetto”, frutto di un processo

²⁴ Art 127 TFUE

²⁵ BCE, Monetary policy strategy, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>

²⁶ Banca d'Italia, La stabilità dei prezzi; 2019; da: <https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/stabilita-prezzi/?dotcache=refresh>

che non è ancora finito. Esso, avendo come unico obiettivo quello della stabilità dei prezzi rischia di risultare macchinoso costringendola ad adeguare le specifiche manovre di politica monetaria e fiscale che intende adottare, a differenza del sistema della FED il cui mandato le impone il raggiungimento di una crescita economica sostenibile nel tempo e di conseguenza la rende libera di avviare diverse iniziative a seconda dell'obiettivo a breve termine.

2.4. Strategie di politica monetaria

Per perseguire i suddetti obiettivi finali le banche centrali implementano delle strategie di politica monetaria. Si è dibattuto a lungo su quali variabili dovessero essere definite "target",²⁷ ovvero se le strategie dovessero essere definite sugli obiettivi finali o su quelli intermedi. Il dibattito si basava sul trade off tra controllabilità e trasparenza: se le variabili intermedie da una parte sono più facilmente perseguibili, dall'altra sono più difficili da verificare per il pubblico rispetto a quelle finali, e viceversa.

In passato si preferiva concentrarsi sulle variabili intermedie più che su quelle finali,²⁸ successivamente la preferenza si è spostata sulla determinazione direttamente degli obiettivi finali. Esistono diversi tipi di strategie che le banche centrali possono adottare, ciascuna con le proprie caratteristiche e obiettivi, la scelta dipende da vari fattori, inclusi la struttura economica del paese, la fase del ciclo economico e le priorità politiche. Ogni strategia ha i suoi vantaggi e svantaggi, nonché differenti implicazioni per la stabilità economica e finanziaria. Tra queste individuiamo *l'exchange rate targeting*, *l'interest rate targeting*, *il monetary targeting*, *il nominal income targeting* e *l'inflation targeting*.

2.4.1. Strategie adottate dalla BCE

La strategia della BCE adottata nel 1998 delineava le modalità con cui perseguire l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi nell'area euro. Tuttavia, dal 2003 le banche centrali si sono trovate di fronte nuove sfide derivanti da cambiamenti strutturali e shock come la crisi finanziaria globale o la crisi del COVID, che hanno cambiato radicalmente il contesto in cui la politica monetaria operava e hanno reso necessaria una serie di

²⁷ G. Di Giorgio, 2015

²⁸ G. Di Giorgio, 2015

rivisitazioni della strategia al fine di integrare elementi sia dell'inflation targeting sia del monetary targeting.²⁹

La strategia precedente³⁰ si basava su una doppia formulazione dell'obiettivo della stabilità dei prezzi che comprendeva una definizione quantitativa intesa come “un aumento sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) inferiore al 2 per cento per l'area dell'euro” e nell'ambito di tale definizione il Consiglio precisava l'obiettivo di mantenere i tassi di inflazione per l'area dell'euro su livelli “inferiori ma prossimi al 2 per cento”; inoltre aveva un orientamento a medio termine.

Da questa definizione emerge espressamente il focus sul livello dei prezzi dell'eurozona e non su quello degli Stati Membri presi singolarmente, a dimostrazione di ciò per la valutazione viene utilizzato l'IAPC, un indice ampio che comprende tutti i paesi facente parte dell'eurosistema.

Inoltre, per raggiungere questo obiettivo la BCE si avvaleva di due pilastri: l'analisi economica e l'analisi monetaria per consentire di analizzare diverse variabili monetarie ed economiche in modo da tenere sotto controllo i possibili rischi nella valutazione della stabilità dei prezzi. Tale approccio consente alla Banca Centrale Europea di attuare una verifica incrociata di tutte le informazioni e variabili, monetarie ed economiche, in modo da tenere sotto controllo i possibili rischi legati alla valutazione del livello dei prezzi futuro³¹.

L'analisi economica consente alla BCE di valutare le condizioni dell'attività economica reale e finanziarie correnti, monitorando gli andamenti a breve termine che influenzano l'inflazione. L'orizzonte considerato preso in considerazione è tale poiché secondo la BCE nel breve periodo i prezzi sono influenzati per lo più da variabili economiche e solo indirettamente dalla quantità di moneta. Parallelamente, l'analisi monetaria fornisce una prospettiva a lungo termine che si concentra sulla determinazione di un valore di riferimento per la crescita dell'aggregato monetario M3. Questo pilastro pone l'accento sulla correlazione tra stock di moneta e l'inflazione nel lungo periodo, riflettendo l'eredità del targeting monetario.

²⁹ G. Di Giorgio, 2015

³⁰ Banca d'Italia; una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE; <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

³¹ ECB, The monetary policy of the ECB, 2011

Tuttavia, la strategia di *money targeting*, ottenuta definendo come obiettivo intermedio un valore per la crescita della quantità di moneta in seguito al periodo della Grande Recessione si è rivelata essere fallimentare. Figura 1. e 2.

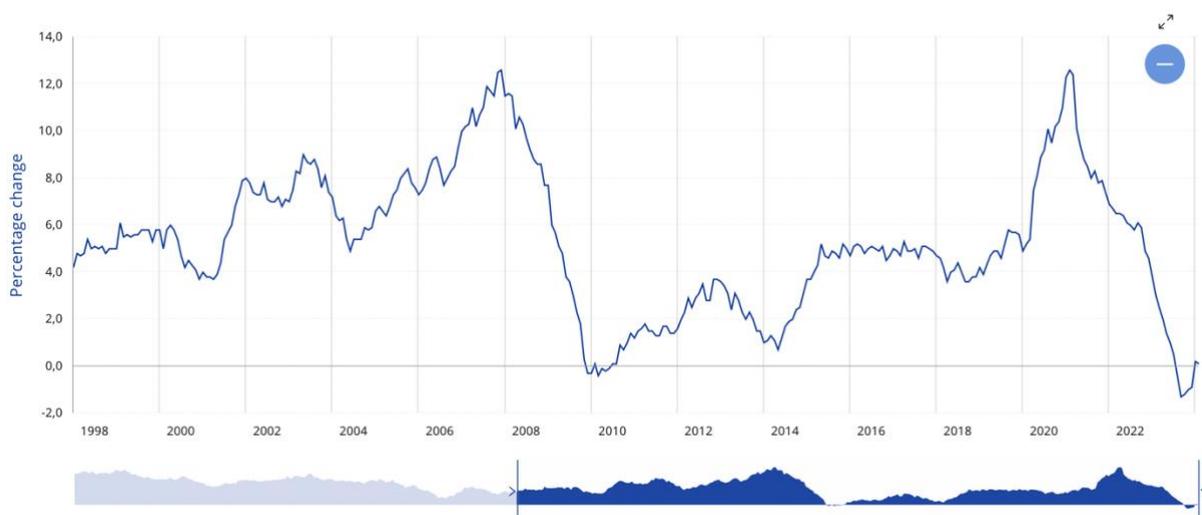


Figura 1: Aggregato monetario M3, BCE Statistical Warehouse

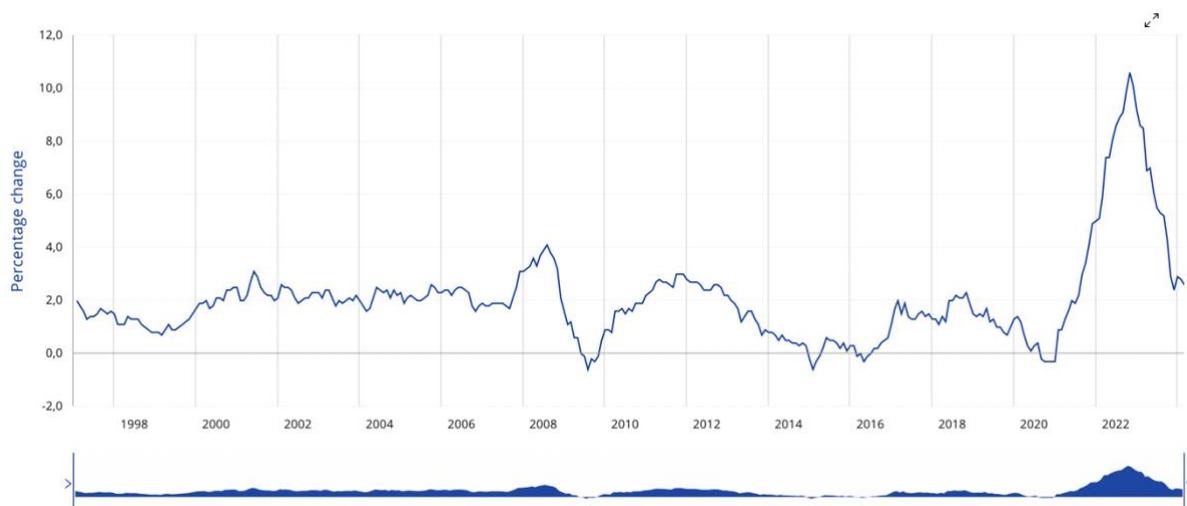


Figura 2: HICP - Overall index, Euro area (changing composition), Monthly, BCE Statistical Warehouse

Dai seguenti è possibile notare come l'inflazione sia rimasta stabile intorno al 2% fino al 2008, mentre il tasso di crescita M3, stabilito dal Consiglio intorno al 4,5%, ha subito un forte incremento già a partire dai primi anni 2000 per poi crollare nel periodo successivo alla crisi avvicinandosi al valore obiettivo. Da ciò emerge come la BCE sia riuscita nel suo obiettivo primario di mantenimento della stabilità dei prezzi ma abbia fallito nella

strategia in quanto l'andamento della quantità di moneta non è stato in grado di predire correttamente il tasso di inflazione dell'eurozona. Risulta chiaro quindi come in un contesto caratterizzato da bassa inflazione e innovazioni finanziarie, l'offerta di moneta non sia un indicatore attendibile per i livelli di inflazione futura. Al contrario, *l'inflation targeting*, ponendosi come obiettivo intermedio la previsione dell'inflazione attesa, è considerato migliore poiché include più variabili e non incentra le proprie decisioni su una variabile irrilevante come la quantità di moneta.

Ulteriori fattori rilevanti³² per la rivisitazione della politica monetaria, come accennato precedentemente, sono stati i cambiamenti strutturali che hanno comportato una diminuzione del tasso di interesse reale di equilibrio³³.

Quando questo tasso scende, significa che per stimolare l'economia e mantenere l'inflazione vicino al target, i tassi di interesse nominali devono essere relativamente bassi. D'altro canto, quando i tassi reali diminuiscono significativamente si riduce il margine consentito per la diminuzione prima di raggiungere lo 0 o valori vicini allo 0 e, di conseguenza, vengono limitate le manovre delle banche centrali per stimolare la crescita in caso di eventuali shock negativi. Per evitare il problema di avere poco spazio per tagliare i tassi di interesse le banche centrali potrebbero puntare a mantenere un certo livello di inflazione per far sì che i tassi di interesse nominali siano sufficientemente alti da poter essere ridotti efficacemente in caso di bisogno. Quando i tassi di interesse vengono portati sotto lo zero infatti abbiamo già visto come la politica convenzionale dei tassi di interesse non sia più efficace ma le banche centrali devono ricorrere a strumenti non convenzionali.

Altri cambiamenti significativi negli ultimi anni sono scaturiti dalle crisi quali quella finanziaria globale del 2008, la crisi del debito sovrano e la crisi pandemica che hanno causato rallentamenti economici ed esercitato pressioni al ribasso sull'inflazione: dal 2013 l'inflazione nell'Unione Economica e Monetaria (UEM) è rimasta costantemente al di sotto dell'obiettivo della Banca Centrale Europea (BCE).

³² Banca d'Italia; una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE; <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

³³ $r = i - \pi$ corrisponde a una situazione di equilibrio nell'economia, dove la produzione è al suo potenziale e l'inflazione è stabile. Se i tassi reali diminuiscono il rendimento reale dei risparmi è minore

La persistenza di una bassa inflazione è considerata rischiosa anche perché può influenzare le aspettative future di inflazione, rendendole meno ancorate all'obiettivo della BCE.

Infine, l'evoluzione delle strutture finanziarie, come l'aumento dell'intermediazione finanziaria attraverso il settore non bancario, ha modificato la trasmissione della politica monetaria; i cambiamenti climatici, la globalizzazione e la digitalizzazione hanno a loro volta contribuito a modificare la struttura e le dinamiche del sistema economico e a spingere per la formulazione di una strategia più robusta.

La nuova strategia³⁴, pubblicata l'8 luglio 2021, si inserisce in un contesto cambiato significativamente rispetto al passato e decisamente più dinamico: il Consiglio direttivo ritiene che la stabilità dei prezzi sia preservata nel modo migliore perseguendo un obiettivo di inflazione pari al 2 per cento nel medio termine. La formulazione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi in termini di un obiettivo quantitativo specifico sostituisce la precedente doppia formulazione. Il nuovo obiettivo è semplice, chiaro e facile da comunicare, e dovrebbe pertanto contribuire a un più solido ancoraggio delle aspettative di inflazione a più lungo termine.³⁵

2.4.2. Strategie adottate dalla FED

Come abbiamo visto, gli obiettivi della FED vengono delineati in un mandato di tipo non gerarchico: gli obiettivi di stabilità, di piena occupazione e di crescita economica si equivalgono, il che rende la strategia di politica monetaria più complessa rispetto a quella perseguita dalla BCE. La banca centrale statunitense nel breve periodo si trova di fronte la scelta obbligata tra l'obiettivo di stabilità monetaria e quelli della piena occupazione e crescita economica: se l'economia assiste a una contrazione della domanda aggregata il livello di disoccupazione aumenta. Per contrastare tale situazione la banca centrale dovrebbe attuare una politica monetaria espansiva per favorire l'occupazione ma ciò comporterebbe un aumento dell'inflazione nel lungo periodo. Tale dinamica spiega la mancanza di un parametro di riferimento: la Fed non può essere limitata ad un solo obiettivo finale prefissato in termini numerici ma dovrebbe cercare di attuare un

³⁴ Banca d'Italia; una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE; <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

³⁵ Banca d'Italia; una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE; <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

approccio bilanciato tra i vari obiettivi, scegliendo quello che ritiene essere maggiormente a rischio ma senza sottovalutare le conseguenze che una sua azione potrebbe causare sugli altri scopi finali, e cercare di raggiungere simultaneamente il proprio obiettivo intermedio, ossia il livello del federal funds rate deciso dalla FOMC e gli obiettivi finali imposti dal mandato.

2.5. Strumenti di politica monetaria

Oltre a prendere le decisioni di politica monetaria, le banche centrali contribuiscono a dare una concreta attuazione alle scelte intraprese tramite il controllo sulla variabile strumentale del tasso di interesse.

La BCE e la FED riportano delle analogie nell'utilizzo degli strumenti di politica monetaria a seconda degli obiettivi definiti nei rispettivi mandati.

Nel primo capitolo abbiamo analizzato il funzionamento degli strumenti, ora entreremo nel dettaglio per approfondire in che modo questi vengono utilizzati dalle banche centrali in esame, valutando eventuali analogie e discrepanze nella loro applicazione.

2.5.1. Il kit europeo

Gli strumenti di cui dispone la Banca Centrale Europea sono sostanzialmente tre: operazioni di mercato aperto tramite cui la BCE manipola direttamente i tassi, *le standing facilities*, o operazioni su iniziativa delle controparti che consentono agli enti creditizi di ottenere prestiti overnight, e il regime di riserva obbligatoria. Questi possono essere in qualsiasi momento modificati dalla BCE per l'attuazione delle operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema.

Le informazioni che seguono sono tratte dalla pagina del sito della Banca Centrale Europea intitolata "Attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro" che fornisce dettagli e approfondimenti significativi per comprendere questa tipologia di strumenti.³⁶

³⁶ BCE; L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro, ; 2006; <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc2006it.pdf?6cf509525b33c346e8b0f84979df9f7e>

Le operazioni di mercato aperto

Attraverso le operazioni di mercato aperto la BCE adegua la liquidità all'interno del sistema bancario acquisendo o vendendo titoli sul mercato monetario.³⁷

L'eurosistema dispone di cinque tipologie di transazioni per l'immissione o l'assorbimento di liquidità: nel primo caso si distinguono le operazioni temporanee, operazioni definitive e swap in valuta; per assorbire liquidità oltre ai sopracitati vengono utilizzate emissioni di certificati di debito e raccolta di depositi a tempo determinato.

Le operazioni di mercato aperto come abbiamo visto nel primo capitolo, si suddividono in quattro categorie a seconda delle finalità e procedure adottate:

- Operazioni di rifinanziamento principali (*MROs, Main Refinancing Operations*): sono operazioni temporanee di finanziamento con frequenza settimanale e scadenza settimanale effettuate mediante aste standard. Costituiscono lo strumento principale attraverso cui l'eurosistema intende raggiungere gli obiettivi finali: è tramite esse che la BCE controlla i tassi di interesse, provvede ad accrescere o a ridurre la liquidità del mercato e segnala la propria offerta di moneta.

Il tasso di interesse applicato a queste operazioni è uno degli indicatori più importanti della politica monetaria della BCE e rappresenta il tasso di rifinanziamento principale.

- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (*LTROs, Longer Term Refinancing Operations*): sono operazioni temporanee di finanziamento con frequenza mensile e scadenza a tre mesi effettuate mediante aste standard con lo scopo anche di fornire liquidità al sistema finanziario. Le LTRO sono offerte a tassi di interesse che mirano a essere vantaggiosi per le banche partecipanti, incentivandole a mantenere o aumentare il loro livello di prestiti all'economia reale.

Le LTRO sono state utilizzate relativamente poco fino allo scoppio della crisi del 2008, dalla quale hanno ottenuto un peso sempre maggiore. In questo periodo la BCE ha introdotto LTRO con scadenze più lunghe e requisiti di collaterali più

³⁷ Mercato sul quale si realizza il trasferimento di risorse finanziarie e la negoziazione degli strumenti finanziari a breve scadenza, ossia con durata pari o inferiore ai 12 mesi. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mercato-monetario.htm>

flessibili per assicurare che le banche avessero accesso a liquidità sufficiente per continuare a prestare all'economia reale, anche in presenza di condizioni di mercato stressate.

- Operazioni di *fine tuning*: operazioni di mercato aperto ad hoc che solitamente vengono usate in situazioni particolari, mirate a regolare la liquidità del mercato e a controllare l'evoluzione dei tassi di interesse, principalmente per ridurre gli effetti sui tassi causati da fluttuazioni impreviste della liquidità nel mercato. Non vengono quindi effettuate a una scadenza prestabilita e vengono di norma effettuate dalle banche centrali nazionali mediante aste veloci o procedure bilaterali, solo in casi eccezionali il Consiglio può stabilire se far effettuare procedure bilaterali direttamente dalla BCE.
- Operazioni strutturali (SOs): sono operazioni definitive, temporanee o di emissione di certificati di debito con l'obiettivo di modificare la posizione strutturale del SEBC rispetto al sistema finanziario, ossia l'ammontare di liquidità a lungo termine presente nel mercato. Le ultime due sono effettuate dalle banche centrali nazionali attraverso aste standard mentre le operazioni definitive sono effettuate attraverso procedure bilaterali.

Le standing facilities

Le operazioni su iniziativa delle controparti riguardano operazioni di mercato aperto che permettono alle banche commerciali di prendere l'iniziativa di richiedere o prestare liquidità overnight alla banca centrale. Tra queste distinguiamo le operazioni di rifinanziamento marginale (MLF) e i depositi presso la banca centrale (DF):

- Operazioni di rifinanziamento marginale (*MLF; Marginal Lending Facilities*) permettono alle banche in deficit di attingere alle riserve delle BCN e chiedere alla banca centrale prestiti overnight di ammontare illimitato offrendo asset come adeguate garanzie. Il tasso di interesse è più elevato rispetto al tasso repo delle MRO fungendo da tetto per i tassi di interesse interbancario e viene chiamato tasso di rifinanziamento.

- I Depositi presso la banca centrale (DF) consentono alle banche in surplus di depositare fondi in eccesso presso la banca centrale su base overnight ad un tasso minimo (inferiore al *repurchase rate*) che costituisce un pavimento per il tasso interbancario.

I tassi ufficiali di queste due operazioni costituiscono un corridoio all'interno del quale oscilla liberamente il tasso overnight di riferimento del mercato interbancario: il tasso delle MLF costituisce il limite superiore del corridoio mentre il tasso delle DF stabilisce il limite inferiore. quando il mercato si trova in condizioni normali le standing facilities risultano inefficaci poiché i tassi di interesse risultano sfavorevoli per gli istituti di credito che preferiscono acquistare e vendere direttamente ai tassi di mercato.

Nella zona euro il tasso overnight di riferimento per i tassi di interesse è il STR (*Euro Short Term Rate*), che ha sostituito l'EONIA nell'ottobre del 2019 (ma è entrato in funzione solo da gennaio 2022). L'obiettivo del corridoio è quello di stabilizzare i tassi di interesse di mercato, limitando le fluttuazioni estreme e gestire la liquidità del sistema bancario.

Riserve obbligatorie

L'obbligo di mantenere queste riserve vale per un periodo di tempo specifico, durante il quale le banche devono garantire il rispetto dei livelli di riserva richiesti e consente di stabilizzare i tassi di interesse nel mercato monetario e a gestire il fabbisogno di liquidità..

La percentuale di depositi da detenere a riserva variano a seconda delle poste nel bilancio di ciascuna istituzione

Per evitare di gravare eccessivamente sul settore bancario e di compromettere l'efficiente allocazione delle risorse nell'area dell'euro le istituzioni possono utilizzare un meccanismo di mobilitazione della riserva che consente alle banche di smorzare le conseguenze di brevi variazioni di liquidità.

La gestione della liquidità avviene tramite la modifica degli obblighi di riserva da parte della BCE: una riduzione dei vincoli amplia la liquidità degli enti creditizi aumentando la quantità di moneta in circolazione. Tuttavia, come abbiamo anticipato la BCE utilizza il tasso di riserva obbligatoria per adeguare i tassi di interesse a breve termine, piuttosto che come principale strumento di politica monetaria per stabilizzare i prezzi.

2.5.2. Gli strumenti a disposizione della FED

Tramite gli strumenti a sua disposizione la Banca Centrale Statunitense controlla la domanda e l'offerta di attività detenute presso le fed locali dagli istituti di deposito e controlla la liquidità del sistema, andando a influire direttamente sul *federal funds rate*³⁸. In particolare ad un aumento di liquidità segue una diminuzione del tasso di interesse di riferimento e viceversa. Variazioni del livello di tale tasso influenzano il livello degli altri tassi a breve, del tasso di cambio e del tasso di interesse di lungo periodo ma anche la quantità di moneta e di credito e variabili come l'occupazione, la produzione e i prezzi di beni e servizi.

Nonostante la diversità degli obiettivi imposti dai mandati delle due banche centrali, gli strumenti che esse hanno a disposizione sono pressochè gli stessi: le operazioni di mercato aperto, le riserve obbligatorie e la *discount window*.

Open Market Operations

Le operazioni di mercato aperto sono il principale strumento utilizzato dalla banca centrale statunitense poiché consente il mantenimento dei fondi federali a un livello adeguato con il tasso di interesse obiettivo deciso dal FOMC e di conseguenza di regolare la liquidità all'interno del sistema. L'utilizzo di tale strumento si è evoluto in particolare dalla crisi finanziaria del 2008 quando il FOMC ha stabilito un intervallo obiettivo per il tasso dei fondi federali vicino allo zero. Esse vengono attuate concretamente su base giornaliera dalla Federal Reserve Bank di New York nel caso in cui l'andamento del tasso sui fondi federali non sia coerente con l'obiettivo stabilito dalla FOMC.

Sostanzialmente consistono in contratti di acquisto o di vendita di titoli sul mercato aperto,³⁹ effettuate su volontà della Banca Centrale.

Il fatto che le compravendite vengono effettuate sul mercato monetario, in cui i titoli scambiati sono caratterizzati per l'elevata liquidità e per le scadenze a breve termine, spiega il motivo per cui i titoli scambiati con più frequenza sono i *Treasury Bills*⁴⁰. La frequenza giornaliera consente inoltre alla Fed di aggiustare anche gli squilibri improvvisi.

³⁸ Tasso di interesse a brevissimo termine nel mercato statunitense su prestiti tra banche effettuate allo scopo di colmare eventuali insufficienze nei fondi di riserva (fed funds) imposti dalla FED.

³⁹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/policytools.htm>

⁴⁰ Titoli pubblici a breve termine del Tesoro statunitense

Le operazioni di mercato aperto possono essere utilizzate in caso di una duplice necessità di fornire o assorbire liquidità. Nel primo caso si tratta di contratti di acquisto titoli (*“repurchase agreements”*) che consentono di mantenere stabile il valore del federal funds rate. Nel secondo caso sono contratti di vendita (*“reverse repurchase agreements”*)

Discount window

Tramite la “finestra di sconto” la FED fornisce liquidità overnight, aumentando l’offerta di moneta e controllando le pressioni momentanee in aumento sul federal fund rate. Questo strumento permette alle banche commerciali e altri istituti di deposito di prendere a prestito fondi dalla banca federale del loro distretto a un *“discount rate”*. Esso svolge un ruolo importante in quanto consente agli istituti creditizi di mantenersi in linea con le richieste della banca centrale in termini di riserve e liquidità.

Le banche federali offrono tre programmi di sconto agli enti creditizi: *primary credit*, *secondary credit* e *seasonal credit*.

Si parla di *primary credit* quando le banche federali offrono prestiti overnight, o comunque a breve termine, a istituti di deposito previa verifica delle condizioni finanziaria da parte delle banche federali. Il tasso di sconto è solitamente superiore dell’1% al federal funds rate.

Il *secondary credit* consiste nell’offerta di prestiti overnight, allargata anche ad istituti di deposito che non rispecchiano le condizioni per accedere alla prima linea di credito.

Il tasso di sconto è generalmente superiore dell’1,5% al federal funds rate.

Per ultimo, il *seasonal credit program* permette la concessione di prestiti alle piccole banche commerciali che incorrono in bisogni stagionali.⁴¹

Dal momento che i tassi di sconto sono sempre superiori al *federal funds rate*, in periodi normali gli istituti di deposito preferiscono richiedere liquidità tramite il tasso sui fondi federali, ciò ha portato lo strumento della *discount window* in secondo piano rispetto alle operazioni di mercato aperto. Un’ulteriore motivazione è riconducibile al fatto che il Board non ha potere di modifica del tasso di sconto dei tre programmi ma solo di approvazione previa decisione delle banche federali.

⁴¹ F. Mishkin, S.Easkins, E. Beccali, 2019

Reserve requirements

Anche nel caso americano, come per l'eurozona, l'obbligo di riserva non è fisso ma deve essere rispettata in riferimento a un periodo di mantenimento mentre la percentuale minima dei depositi da detenere a riserva sono stabiliti direttamente dalla legge: a partire da marzo 2020 il Consiglio ha ridotto i coefficienti di riserve obbligatorie allo 0%.

Un'ulteriore analogia con il caso dell'eurozona risiede nella remunerazione per le banche commerciali da parte delle Reserve Banks all'*interest rate on required reserves*.

La fissazione dei requisiti di riserve obbligatorie è di competenza del Board of Governors.

Le variazioni dei livelli di riserva obbligatoria influiscono in primo luogo sulla liquidità, in secondo luogo aiutano ad assicurare una domanda prevedibile di fondi da parte degli istituti di deposito, aumentando in questo modo il controllo della Fed sul *federal fund rate*. Comunque, come anticipato questo strumento è poco utilizzato dalle banche centrali.

CAPITOLO 3: PANORAMICA DELLE CRISI FINANZIARIE E REAZIONI DELLE BANCHE CENTRALI

“Una crisi finanziaria, in economia e precisamente in un contesto macroeconomico, si ha quando la domanda di denaro, sotto forma di capitali da parte delle aziende, è superiore all'offerta da parte delle banche e degli investitori.”⁴²

3.1. Il grande crollo: la crisi finanziaria del 1929

La crisi finanziaria del '29 nota come Grande Depressione, fu uno dei momenti più bui della storia economica degli Stati Uniti che ebbe ripercussioni per gran parte degli anni '30 non solo sui mercati azionari, che in seguito al crollo della borsa continuarono a precipitare distruggendo miliardi di investimenti, ma ebbe conseguenze catastrofiche anche sull'economia reale globale. Nel corso di questo paragrafo si procederà a un'analisi dettagliata dei fattori che interagirono e confluirono tra loro portando alle condizioni di crisi e incertezza economica a livello mondiale.

La crisi del '29 fonda le sue radici soprattutto nel contesto storico-economico che caratterizzò gli Stati Uniti dopo la Prima Guerra Mondiale, i cosiddetti “*roaring twenties*” (anni ruggenti), termine che ben esprime la spensieratezza e il benessere di gran parte della popolazione americana.

Nel periodo che va dal 1922 al 1929 gli Stati Uniti furono protagonisti di un boom economico rappresentato dalla crescita del Dow Jones⁴³ da (63,0 a 381,17) e dall'espansione del PIL (a un ritmo del 4% annuo), grazie alle numerose innovazioni tecnologiche, allo sviluppo dell'industria automobilistica e alla crescita del settore petrolifero, oltre che dall'aumento del commercio estero, che nel primo dopoguerra ebbe una crescita di circa il 20%.

L'adozione del taylorismo⁴⁴ contribuì alla costanza di prezzi e retribuzioni, incentivando gli investimenti e migliorando la produttività. Ciò portò a un incremento dei risparmi accumulati e, in assenza di restrizioni sulle attività speculative, indusse i risparmiatori, supportati dalle banche americane, a speculare sul mercato azionario. Questo

⁴² https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_finanziaria

⁴³ Indice azionario che rappresenta l'andamento dei principali 30 titoli quotati nel mercato statunitense.

⁴⁴ Organizzazione scientifica del lavoro basata sulla razionalizzazione del ciclo produttivo secondo criteri di ottimalità economica, raggiunta attraverso la scomposizione e parcellizzazione dei processi di lavorazione nei singoli movimenti costitutivi.

comportamento avviò una catena di investimenti in azioni, risultando in un notevole rialzo dei prezzi delle stesse.

Il boom dei prezzi si concluse il 24 ottobre 1929 (Black Thursday) con un crollo catastrofico di quasi il 13% dell'indice di Wall Street, in cui furono vendute 13 milioni di azioni senza limiti di prezzo, a cui seguirono un secondo e terzo calo il lunedì 28 e martedì 29 ottobre, con circa 16 milioni di azioni vendute in un solo giorno. A metà novembre il Dow Jones aveva perso quasi la metà del suo valore. Il calo continuò per tutta l'estate del 1932, quando il Dow Jones chiuse a 41,22, il suo valore più basso del ventesimo secolo. L'indice della mercato statunitense non tornò ai livelli pre-crollo fino al novembre 1954.⁴⁵

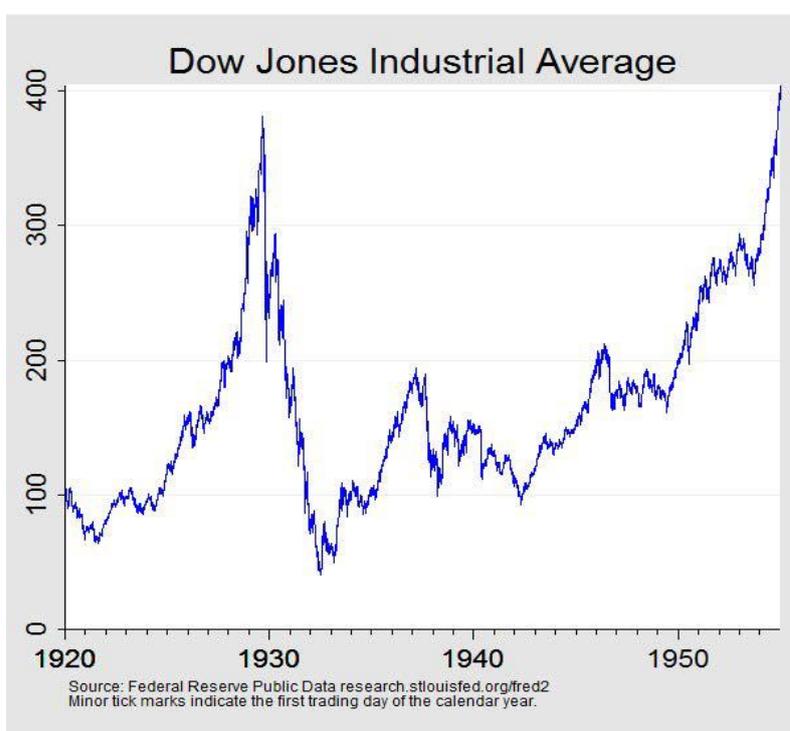


Figura 3. : Prezzo di chiusura giornaliero dell'indice Down Jones, Federal Reserve History

Facendo un passo indietro, abbiamo detto che la principale causa del crollo dell'indice di Wall Street fu la situazione di benessere e ottimismo che caratterizzava gli Stati Uniti, ma in aggiunta a tale contesto bisogna anche tenere in considerazione la politica monetaria espansiva della FED che rese disponibile a banche e individui una massa rilevante di liquidità: nel 1927 abbassò il tasso di sconto dal 4% al 3,5% permettendo un'espansione

⁴⁵ Consob; La crisi del '29; <https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie#crisi29>

del ricorso al credito e acquistò un'ingente quantità di titoli pubblici, lasciando le banche e gli individui che li avevano venduti con una grande somma di liquidità, impiegata per le maggior parte nella speculazione sui titoli azionari.

In particolare il meccanismo di acquisto delle azioni consentiva agli investitori di acquistare titoli azionari senza disporre dell'intera somma necessaria per l'acquisto, aumentando la leva finanziaria e la capacità di investimento sul mercato azionario.

In tale contesto caratterizzato dalla congiuntura della bolla azionaria⁴⁶ e dal senso di fiducia sull'economia, segnali tipici della fase conosciuta come boom economico, nessuno si domandava cosa mai potesse andare storto. Tuttavia, come accade spesso nelle situazioni di bolla finanziaria, all'inspiegabile senso di ottimismo ed euforia segue il momento di panico che decreta lo scoppio della stessa⁴⁷: i mercati prima o poi tornano in equilibrio e le ripercussioni negative si manifestano.

3.1.1. La reazione della FED

La FED venne criticata, sia all'epoca che successivamente, per aver attuato politiche troppo "timide" e "tardive" rispetto alla situazione che si stava creando; secondo alcuni la restrizione del credito avrebbe addirittura contribuito allo scoppio della bolla finanziaria e al crollo della borsa.

Nella primavera del 1927, la Federal Reserve degli Stati Uniti iniziò a manifestare preoccupazioni per l'eccessiva speculazione e l'espansione insostenibile del credito, decidendo quindi di intervenire per moderare il mercato azionario e contenere l'espansione del credito. A tal fine, adottò una politica monetaria più stringente, incrementando i tassi di riserva e i requisiti di riserva imposti alle banche. All'inizio del 1928, il tasso di interesse sui depositi si attestava al 5%, ma entro la fine dell'anno salì al 12%.

Nei primi mesi del 1929 il governatore della Federal Reserve Bank di New York, George Harrison, voleva aumentare il tasso di sconto sui prestiti dal 5% al 6% per diminuire l'ondata di speculazione ma senza alcuna reazione dal Consiglio della FED che, nonostante avesse già avvertito i segnali di un possibile crollo borsistico, respinse molte volte la richiesta, convinto che un aumento di un solo punto percentuale avrebbe solo

⁴⁶ Questo fenomeno di acquisti incontrollati che spinsero in alto i prezzi delle azioni prende il nome di "bolla azionaria"

⁴⁷ Consob; La crisi del '29; <https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie#crisi29>

elevato i prestiti ai consumatori senza dissuadere in alcun modo gli speculatori dal chiedere prestiti per acquistare titoli. Ad agosto, il Consiglio finalmente acconsentì al piano d'azione di New York e il tasso di sconto raggiunse il 6%. Nonostante l'incremento dei tassi da parte della Federal Reserve, il risultato non fu quello sperato: il boom finanziario proseguì e le banche commerciali non cessarono di erogare prestiti agli investitori, che continuarono senza sosta le loro attività speculative. Inoltre, il mantenimento del gold standard internazionale obbligò le banche centrali di altri Paesi a innalzare anch'esse i propri tassi di interesse. Queste politiche monetarie restrittive spinsero le economie globali verso una recessione, causando una riduzione del commercio internazionale e un rallentamento dell'economia mondiale.

Nel settembre 1929, i prezzi delle azioni subirono un'impennata con improvvisi cali e rapide riprese che scatenarono il panico tra gli investitori.

Nel mese di ottobre, la FED tentò di ripristinare la fiducia acquistando pubblicamente blocchi di azioni a prezzi elevati ma lo sforzo fallì: i prezzi delle azioni crollarono e gli investitori iniziarono a chiedere la liquidazione delle loro azioni dando inizio a una vera e propria "corsa agli sportelli" (*bank run*), arrivando all'ormai noto "giovedì nero" e ancor peggiore "martedì nero".

I capitali ritirati dal mercato azionario vennero depositati presso le banche commerciali e in particolare presso la Fed di New York perché considerata più sicura. La Fed di New York, trovandosi con una grande quantità di depositi da gestire, reagì iniettando liquidità nel sistema acquistando titoli di Stato tramite operazioni di mercato aperto e agendo sulla discount window. In particolare decise di accelerare i prestiti e abbassare il tasso di sconto incentivando prestiti e soddisfacendo le esigenze di liquidità a breve termine. Essa ha inoltre assicurato alle banche commerciali che avrebbe fornito le riserve di cui avevano bisogno. Queste azioni hanno impedito che i tassi di interesse a breve termine raggiungessero livelli troppo alti destabilizzanti per l'economia e sono state utili per rassicurare le banche e gli investitori circa la liquidità disponibile e il supporto che avrebbero avuto in caso di emergenza.

3.1.2. Gli effetti sull'economia reale

Come anticipato, anche l'economia reale fu colpita profondamente dalla crisi finanziaria: tra il 1929 e il 1932 il reddito nazionale calò del 38%, i prezzi si dimezzarono e il tasso di disoccupazione passò dal 3% al 25%.

Il crollo della Borsa fu il segnale dell'inizio del rallentamento economico statunitense degli anni 20/30 e segnò l'inizio della Depressione, ma i due fattori che costituiscono la causa scatenante dell'arresto dello sviluppo dell'economia reale furono l'arresto delle esportazioni nei Paesi Europei del settore agricolo e la saturazione del mercato dei beni di consumi durevoli.

Con riferimento al primo fenomeno, nel dopoguerra l'Europa si riprese molto velocemente creando problemi alle aziende agricole statunitensi che vedevano la maggior parte dei loro prodotti rimanere invenduti come conseguenza di un calo delle esportazioni verso l'Europa. Ciò comportò una riduzione della moneta in circolazione e una conseguente stagnazione economica.

Con riguardo alla domanda di beni durevoli, bisogna specificare che la maggior parte di questa era alimentata dagli investimenti in titoli provenienti dai membri del ceto medio e della borghesia, per questo motivo quando questi iniziarono la vendita in massa di tali titoli⁴⁸ la domanda dei titoli diminuì drasticamente e di conseguenza la liquidità del mercato azionario: la contrazione della domanda alimentò la debolezza di settori già indeboliti quali l'industriale e l'agricolo. Le aziende dovettero ridurre la produzione (la produzione industriale diminuì del 50%), ridurre i salari dei dipendenti e nel peggiore dei casi licenziarli (il tasso di disoccupazione aumentò significativamente fino al 25%); con i prezzi che continuavano a scendere le aziende non riuscivano più a ripagare i debiti alle banche comportando fallimenti da entrambe le parti.

I fallimenti e la disoccupazione portarono alla crisi dei consumi causando un circolo vizioso che condusse inizialmente l'economia statunitense, poi quella mondiale, a una fase di arresto.

I primi accenni di ripresa degli Stati Uniti si manifestarono solo nel 1933 con l'elezione del presidente Franklin D. Roosevelt che adottò il *New Deal*: un programma di riforme economiche e sociali ispirata alla teoria del celebre economista Keynes, secondo cui: “in

⁴⁸ Poiché il settore industriale era legato al settore bancario che manteneva bassi i tassi per favorire gli investimenti sul mercato azionario al momento del crollo di Wall Street i piccoli risparmiatori si precipitarono negli istituti di credito per ritirare il loro denaro.

un'economia in crisi la domanda aggregata potrebbe non essere sufficiente a garantire la piena occupazione, rendendo necessario l'intervento statale per sostenere la domanda e stimolare la crescita economica. Questo intervento potrebbe includere politiche di spesa pubblica deficitaria per aumentare consumi, investimenti e occupazione".⁴⁹

Il programma definito dal nuovo presidente era infatti incentrato su una forte presenza dello stato nell'economia e prevedeva iniziative che miravano a ripristinare la fiducia nell'economia americana, riforme a favore del settore agricolo e industriale, misure per diminuire il tasso di disoccupazione e stabilizzare i prezzi. Il piano non ebbe conseguenze estremamente risolutive dal punto di vista economico ma pose sicuramente le basi per la ripresa, che iniziò a verificarsi effettivamente con la mobilitazione determinata dalla seconda guerra mondiale.

3.1.3. Le ripercussioni in Europa

Il crollo economico americano si evolse in breve tempo da crisi locale a globale colpendo più di tutti Austria e Germania, ma anche Gran Bretagna, Francia, Italia e tutti quei Paesi che mantenevano legami economici e finanziari con gli Stati Uniti.

A causa del ruolo centrale che gli Stati Uniti avevano assunto in seguito alla Prima Guerra Mondiale infatti, il ritiro dei prestiti erogati all'estero (circa di 30 miliardi di dollari) seguito dal crollo degli indici, dei salari e dei prezzi compromise la stabilità dei Paesi Europei in fase di ricostruzione che dipendevano dagli investimenti in dollari per alimentare la loro ripresa economica.

Per contrastare gli effetti che la crisi ebbe sull'economia reale gli Stati Uniti avevano mosso misure volte a contrastare il commercio internazionale come l'imposizione di dazi sui prodotti importati, azioni che vennero imitate anche dagli altri paesi comportando la chiusura di mercati e frontiere, aggravando sempre più la condizione economica globale e favorendo, come nel caso della Germania, l'ascesa di regimi totalitari.

Inoltre i Paesi Europei adottarono provvedimenti differenti a seconda delle condizioni economico e sociali che stavano vivendo: la Gran Bretagna svalutò la sterlina britannica del 30%, Francia e Italia reagirono alla crisi attraverso una politica deflazionistica e di compressione sia della spesa pubblica sia dei consumi.

⁴⁹ Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta. John Maynard Keynes.

3.2. La Grande Recessione: la crisi finanziaria del 2008

La crisi del 2008 è in qualche modo assimilabile alla crisi del 1929-1933: in entrambi i casi si tratta di una crisi strutturale, causata da un'inadempienza improvvisa e da una mancanza di liquidità, che hanno avuto ripercussioni sull'economia reale ma se in passato i soggetti in fallimento erano le imprese, nel 2008 la crisi si è sviluppata dal settore privato: i soggetti interessati sono diventate le famiglie. Tuttavia, le differenze sostanziali emergono specialmente in riferimento alle dinamiche e alle risposte delle banche centrali. Per comprendere meglio le dinamiche della Grande Recessione iniziamo ad analizzarne le cause, riconducibili in primo luogo alla concessione mutui subprime, favoriti dal fenomeno dello *shadow banking*, delle cartolarizzazioni, dal ruolo delle agenzie di rating e dall'introduzione dei nuovi strumenti finanziari.

Le origini della crisi risalgono ai primi anni 2000, quando le banche iniziarono ad erogare prestiti per l'acquisto di immobili a soggetti definiti "ad alto rischio", anche noti come subprime. In particolare l'acquisto di immobili a tali soggetti era concesso a fronte di un anticipo minimo, ma senza alcuna garanzia che avrebbero potuto procedere con il rimborso, iniziative che le banche giustificavano con l'andamento positivo del mercato immobiliare.

La crescita smisurata dei mutui subprime infatti è stata sostenuta dalla politica accomodante della FED che, mantenendo i tassi di interesse a livelli bassi per un periodo di tempo rivelatosi troppo lungo (Figura 4.), si tradusse in un basso costo dei finanziamenti erogati dagli istituti creditizi e tra il 2000 e il 2006 scatenò un ingente aumento della domanda di mutui da parte di coloro che desideravano acquistare la prima casa comportando un aumento a tasso costante dei prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti (Figura 5.).

Come mostrato in Figura 6., il boom dei mutui subprime è esploso negli anni 2004-2006 in coincidenza con la prima fase del boom immobiliare creando la cosiddetta "bolla immobiliare" e contribuendo "*all'American Dream*": chi prima non aveva la possibilità di comprare casa ora poteva farlo, le banche e gli investitori facevano enormi profitti e il rischio sembrava distribuito talmente bene da pensare che i casi di insolvenza fossero pari a zero.

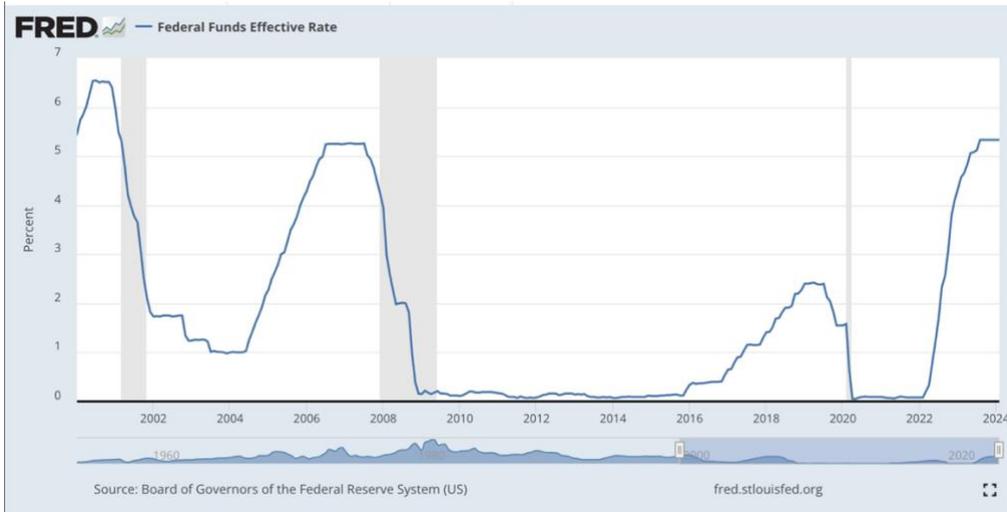


Figura 4: FED Federal Funds Rate; Fonte: Federal Reserve Economic Data (FRED) website

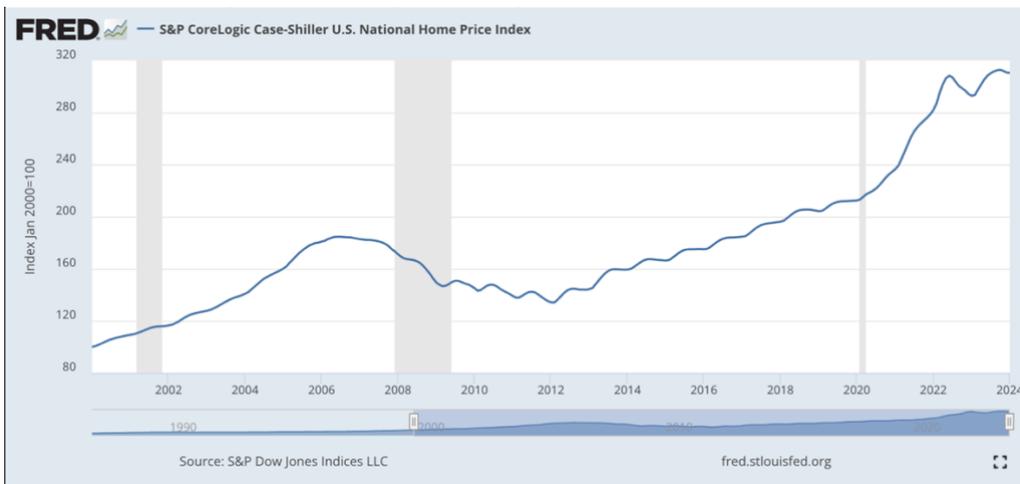


Figura 5: Andamento dell'Indice dei Prezzi delle Case Case-Shiller⁵⁰ negli Stati Uniti (2000-2024), S&P Dow Jones Indices LLC

⁵⁰ Indicatore che viene fornito mensilmente da Standard & Poor's, è un insieme di indici che misura il movimento dei prezzi delle abitazioni residenziali in varie aree degli Stati Uniti.

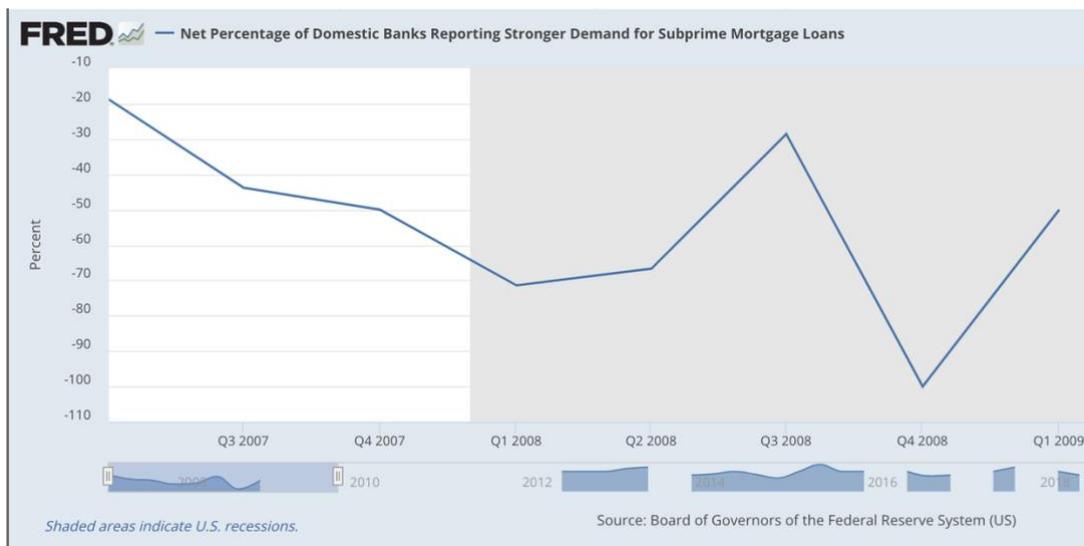


Figura 6: Domanda delle Banche per mutui subprime, Board of Governors of the Federal Reserve System (US) ; Fonte: Federal Reserve Economic Data (FRED) website

Come anticipato, un altro fenomeno che ha contribuito alla concessione dei mutui subprime è la cartolarizzazione (in inglese “*securitization*”). Tale fenomeno consiste nella possibilità per le banche di trasformare i mutui in uno o più titoli e poi trasferirli ad un’altra istituzione finanziaria (le cosiddette società veicolo) al fine di recuperare immediatamente buona parte del credito che altrimenti avrebbero riscosso solo alla scadenza dei mutui stessi.

Il meccanismo era il seguente: i crediti derivanti dall’erogazione di diversi mutui a diverse famiglie venivano “impacchettati” dalle banche, trasferendo e collocando i crediti in questione in un documento che li rappresentava e conteneva per poi procedere alla cessione del documento e di conseguenza di tutti i crediti in esso incorporati.

Naturalmente, l’acquirente del “pacchetto” poteva a sua volta cederlo ad altri oppure utilizzarlo per altre operazioni finanziarie, ad esempio impacchettarlo con altri titoli e cedere ad altri l’intero nuovo pacchetto, dando vita a nuove obbligazioni con variegati profili di rischio e rendimento. I titoli obbligazionari coinvolti in questo tipo di operazioni prendevano il nome di “*ABS, Asset Backed Securities*” o “*CDO, Collateralized Debt Obligation*”.

Questo tipo di operazioni consentiva alle banche di liberarsi, apparentemente, del rischio di insolvenza dei mutuatari e allo stesso tempo indeboliva l’incentivo a valutare correttamente l’affidabilità dei clienti moltiplicando l’emissione di questi titoli.

Le società veicolo a loro volta traevano profitto dalla differenza tra il tasso di interesse incassato dai mutuatari e quello pagato agli investitori: se da un lato acquisivano il diritto di ricevere i pagamenti dei mutuatari ad un determinato tasso di interesse, dall'altro lato erogavano finanziamenti a investitori di titoli legati a questi mutui a un tasso inferiore, la differenza tra i due tassi costituiva il profitto per queste società.

Attraverso il fenomeno di cartolarizzazione le banche sono passate dal classico modello "originate and hold" che dava origine a un contratto di finanziamento per conservarlo fino alla scadenza, ad un modello "originate to distribute" in cui la banca rivendeva il mutuo ad un'altra istituzione liberandosi del rischio e recuperando immediatamente il credito che poteva utilizzare per offrire altri mutui.

Questo meccanismo a sua volta è stato facilitato dal ruolo che hanno giocato le agenzie di rating poiché promuovevano questi pacchetti di titoli come "sicuri" sottovalutandone la rischiosità in cambio di remunerazioni dalle banche o da altre società di consulenza. Tutto ciò contribuisce a spiegare come, anche se i titoli obbligazionari oggetto delle cartolarizzazioni erano di scarsa qualità, la circolazione avvenne con estrema facilità, la causa risiedeva proprio nella limitata consapevolezza da parte degli investitori dovuta in parte dalla poca trasparenza da parte delle agenzie di rating e in parte dalla loro complessità tecnica.

Nel 2004, le banche centrali decisero di aumentare i tassi di interesse per normalizzare e ristabilizzare l'economia dopo un lungo periodo di tassi di interesse bassi. Tuttavia, questa iniziativa portò a conseguenze inaspettate generando le insolvenze dei clienti che si trovarono a pagare interessi troppo elevati per il loro reddito. Per recuperare i loro crediti, le banche iniziarono a vendere le case dei clienti insolventi a un prezzo più alto dell'ammontare del mutuo concesso, generando una bolla immobiliare che nel 2006 scatenò un crollo dei prezzi delle abitazioni. Quando la bolla scoppiò, il collasso del sistema si manifestò in due modi distinti: da un lato attraverso la moltiplicazione delle insolvenze, dall'altro con una crisi di fiducia tra le banche all'interno del sistema finanziario che interruppero le attività di erogazione di finanziamenti tra loro,

comportando di conseguenza una crisi di liquidità⁵¹, di fatti anche se le banche pignoravano le abitazioni non riuscivano a rifarsi del capitale perduto poiché il prezzo delle case era ormai diminuito troppo dal momento dell'acquisto.

Per rispondere alla crisi di liquidità le banche iniziarono da una parte a vendere le attività liquidabili, determinando una diminuzione del prezzo di titoli e azioni ancora considerati "buoni", dall'altro a ridurre i prestiti erogati a famiglie e imprese.

Le banche registrarono pesanti perdite da un duplice fronte: per l'esposizione verso le società veicolo e per le esposizioni verso soggetti colpiti dalla crisi.

Nonostante tutti i fattori analizzati siano precedenti al 2008 e gli effetti della crisi iniziarono a manifestarsi già dall'estate 2007, convenzionalmente l'inizio della recessione viene fatta risalire al fallimento di Lehman Brothers, la banca d'affari americana con la più ampia e rilevante attività al di fuori degli Stati Uniti: la sua insolvenza stravolse fortemente la fiducia di tutte le istituzioni finanziarie, alimentando un clima di tensione e incertezza sui mercati.

La crisi, inizialmente solo finanziaria, si è trasmessa in breve tempo anche all'economia reale causando una marcata diminuzione del reddito e del tasso di occupazione, un calo significativo dei prezzi immobiliari e un crollo delle borse valori.

Per effetto dell'esposizione diretta o indiretta delle banche di alcuni paesi europei al fenomeno dei mutui subprime, il contagio come vedremo si estese anche all'Europa causando un effetto a catena di sfiducia nel sistema e contribuendo ad ampliare una crisi economica già avviata.

L'Italia, pur toccata dalla crisi finanziaria in misura limitata, subirà una pesante recessione sia per il calo della domanda estera che ha colpito le esportazioni italiane, sia per i problemi strutturali irrisolti quali l'inefficienza del settore pubblico o la rigidità del mercato del lavoro.

⁵¹ https://www.researchgate.net/figure/Subprime-loans-Source-US-Census-Bureau-Harvard-University-State-of-the-Nations_fig3_281650451

3.2.1. La reazione della FED

Con la crisi di liquidità in atto, i primi interventi a sostegno dei mercati finanziari sono stati effettuati dalla Banca Centrale al fine di mantenere la stabilità del sistema finanziario con una combinazione di politiche convenzionali e non convenzionali, in particolare con operazioni di facilitazioni per la concessione di credito, riducendo i tassi d'interesse e attraverso un'espansione della base monetaria senza precedenti.

In primo luogo la Banca Centrale attuò una politica monetaria espansiva per incentivare gli investimenti e i consumi, influenzando i tassi di interesse.

L'andamento dei federal funds rate ha mostrato fluttuazioni sin dall'inizio degli anni 2000: i tassi, che subirono una costante diminuzione fino al 2004, furono nuovamente aumentati dal *FOMC* nel 2006. Quando scoppiò la bolla immobiliare nel 2006, i tassi rimasero sorprendentemente stabili fino al 2007, quando la Fed si orientò verso una politica più espansiva. Questa tendenza si è accentuata dopo il crollo di Lehman Brothers, quando nel settembre 2008 i tassi sono stati drasticamente ridotti, passando dal 2% a un intervallo tra lo 0% e lo 0,25% entro la fine dell'anno.

In aggiunta, il ruolo della FED come prestatore di ultima istanza emerge dagli interventi mediante le *discount window* ovvero, come anticipato nel primo capitolo, gli sportelli attraverso cui le banche prendono in prestito fondi dalla FED contro la prestazione di collateral qualificati. In particolare la FED ha ridotto il *discount rate* rendendo i prestiti più accessibili, ha ampliato l'estensione delle scadenze consentendo alle banche di avere liquidità per periodi prolungati, ha introdotto particolari aste (*TAF, Term Auction facility* e *TSL, Term Securities Lending*) mediante le quali mettevano all'asta prestiti a breve termine garantiti da garanzie collaterali agli istituti di deposito e infine ha offerto un ampliamento degli asset che potevano essere accettati dalle banche federali a garanzia dei fondi prestati.

In alcuni casi la FED ha anche intrapreso azioni più specifiche per salvaguardare istituzioni finanziarie il cui collasso avrebbe potuto avere gravi ripercussioni sull'economia globale, le cosiddette "*too big to fail*"⁵² a cui riservò una maggiore supervisione e applicò regole più stringenti. Se da una parte l'attenzione posta a istituzioni

⁵² F. Mishkin, S.Easkins, E. Beccali, 2019

di grandi dimensioni ebbe effetti positivi evitandone il fallimento dall'altra aumentò anche gli incentivi a comportamenti opportunistici o nell'assunzione di rischi eccessivi nella propria gestione ad esempio nel caso di Lehmann Brothers.

3.2.2. Misure non convenzionali: *quantitative easing e forward guidance*

Alla fine del 2008 i tassi di interesse raggiunsero livelli prossimi allo zero, in questa situazione critica, la banca centrale statunitense per evitare di arrivare alla situazione di tassi di interesse negativi a cui è da sempre contraria, decise di ricorrere a misure non convenzionali con lo scopo primario di stimolare l'economia: alla fine del 2008 Ben Bernanke, allora presidente della FED, si avvalse del *QE* tramite tre ondate di acquisto titoli a lungo termine che, riducendo ulteriormente i tassi di interesse, avrebbero fornito maggiore liquidità al sistema.

Il primo *QE* risale al 2009 e prevedeva l'acquisto di Treasury bonds o bonds delle GSE (i colossi semipubblici del mutuo statunitense Fannie Mae, Freddie Mac e Federal Home Loan Banks) per 600 miliardi di dollari⁵³, di cui 500 miliardi erano titoli garantiti da mutui (*MBS, Mortgage Backed Securities*). Questa prima ondata di acquisti aveva l'obiettivo di ridurre o comunque influenzare i tassi a lungo termine immettendo grandi quantitativi di liquidità nel sistema.

Tali acquisti però funzionarono solo parzialmente perché le banche commerciali piuttosto che dare il credito in prestito preferivano detenerlo in eccesso in riserve come garanzia in caso di un eventuale futura crisi.

Il secondo programma di alleggerimento quantitativo fu attuato nel 2010 attraverso una combinazione di reinvestimento delle risorse ottenute dagli asset in bilancio e acquisto per 60 miliardi di dollari dei *Treasury Bonds* per mantenere basso il livello di tassi a lungo termine.

Infine, la terza ondata fu programmata nel 2013 e racchiudeva acquisti per 40 miliardi di dollari al mese di *MBS*.

L'effetto del *QE* negli Stati Uniti ha avuto effetti stravolgenti riscontrabili nel bilancio della Banca Centrale che nel 2014 è quintuplicato rispetto al 2008, l'occupazione era aumentata notevolmente e il mercato immobiliare si rafforzò, la ripresa economica era

⁵³ Borsa Italiana; QE: manovra monetaria oltre le politiche convenzionali; 2018 <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/quantitative-easing-145.htm>

così evidente che la Banca centrale decise di porre fine al programma, seppur mantenendo i tassi di interesse bassi.

Per quanto riguarda la forward guidance, abbiamo già anticipato che è uno strumento di politica monetaria non convenzionale attuata dalla Banca Centrale che consiste nel comunicare al mercato gli obiettivi e i piani che intende realizzare, rendendo le operazioni monetarie più efficaci, chiare e trasparenti con l'obiettivo primario di ridurre l'incertezza tra operatori e investitori che in situazioni di crisi può risultare un fattore cruciale.

Tale strumento nel 2008 si esplicò in una comunicazione periodica del tasso obiettivo dell'inflazione assicurando il mercato che il tasso di riferimento sarebbe stato mantenuto intorno a quel livello per un periodo di tempo considerevole, del tasso di occupazione e il futuro andamento del tasso sui *federal funds*.

Tuttavia, come anticipato questo strumento presenta alcuni limiti riscontrabili nel linguaggio complesso utilizzato dalle banche centrali nelle dichiarazioni delle loro politiche, quindi affinché il messaggio sia chiaro e trasparente al pubblico questo dovrebbe avere almeno una base di conoscenza dell'argomento.

3.2.3. La reazione della BCE

La Banca Centrale Europa coerentemente con l'obiettivo antinflazionistico non intervenne subito sul livello dei tassi ma inizialmente solo garantendo liquidità immediata alle banche a fronte di garanzie: l'offerta di liquidità in dollari consentì alle banche di far fronte alla carenza di finanziamenti in valuta statunitense successivi al fallimento di Lehman brothers.

Tuttavia, la crisi del 2008 si caratterizza per non essere solamente una crisi di liquidità ma anche una crisi di fiducia: le banche non si fidavano più l'una dell'altra e oltre a non prestarsi denaro tra loro per paura delle insolvenze erano restie anche a concedere prestiti per paura di eventuali insolvenze da parte del pubblico.

Per questo motivo la BCE avviò la propria strategia nell'ottobre 2008 tagliando il tasso di interesse di riferimento dal 4,25% all'1%.⁵⁴ Tuttavia, ciò non fu sufficiente a garantire l'inflazione prossima al 2% e quando la Banca Centrale lo comprese, in aggiunta alla diminuzione dei tassi attuò politiche non convenzionali consistenti in programmi di

⁵⁴ <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/pr081008.it.html>

acquisto titoli o in modifiche alle regolari operazioni di mercato aperto. Queste, al contrario di quanto si possa pensare, non hanno introdotto alcun cambiamento nella strategia monetaria generale ma hanno contribuito a rafforzare gli effetti derivanti dalle misure convenzionali⁵⁵. Tra le principale misure non convenzionali rivediamo:

- *Longer Term Refinancing Operations (LTRO)* con cui la BCE raddoppiò la durata delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine da 3 a 6 mesi per poi portarle a 12 mesi e nel 2011 anche a 3 anni, in modo da fornire liquidità e certezze al mercato dei prestiti interbancari.
- *TLTRO, Targeted Longer Term Refinancing Operations*, ovvero operazioni che offrivano finanziamenti fino a 4 anni.
- *Enhanced Credit Support (ECS)* nel maggio 2009 che includeva il primo programma di acquisto di obbligazioni garantite, in inglese Covered Bond purchase program (CBPP). Questo approccio si concentrava principalmente sulle banche come principale fonte di credito nell'economia dell'area dell'euro e mirava a fornire un maggiore sostegno all'erogazione del credito attraverso politiche specifiche.⁵⁶
- *L'Expanded Asset Purchase Programme (EAPP)* nel 2014 che ha poi dato avvio al *quantitative easing* nel 2015. Questo programma a differenza delle altre misure aveva lo scopo di diminuire il rischio di un periodo di bassa inflazione troppo prolungato.

Le interdipendenze reali e finanziarie tra gli Stati Uniti e i Paesi dell'eurozona comportarono la diffusione della crisi in tempi brevi e il fallimento di molte banche. Per evitare una crisi sistemica alcuni Paesi ricorsero a operazioni di salvataggio per molte istituzioni finanziarie, aggravando inevitabilmente il proprio debito pubblico: i Paesi cosiddetti PIIGS presentavano livelli di debito pubblico inostenibili.

Nel 2011 il debito pubblico della Grecia arrivò a livelli infimi contagiando e peggiorando la situazione di tutti i paesi dell'eurozona tra cui Portogallo, Irlanda, Italia e Spagna. In questa situazione i tassi di interesse aumentarono e gli Stati non riuscivano più a

⁵⁵ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111104_1.en.html

⁵⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>

finanziarsi da soli, arrivando a chiedere gli aiuti della banca centrale e della commissione europea per evitare il tracollo dell'intero sistema.

La politica monetaria da sola non fu sufficiente a stimolare la domanda pertanto furono necessari anche interventi governativi.

Entrando nel dettaglio delle misure non convenzionali attuate tra il 2009 e il 2012 analizziamo i primi programmi di acquisto attuati dalla BCE: *il covered bond purchase programme (CBPP1 prima e CBPP2 poi) e il securities market programme (SMP)*.

Tra il 2009 e il 2010 venne introdotto il primo *CBPP*, il quale consisteva in un programma di acquisto di obbligazioni garantite con lo scopo di supportare un segmento di mercato finanziario specifico importante per il finanziamento delle banche.

Il 10 maggio 2010 vennero introdotti gli *SMP (securities market programme)*, ovvero programmi cui lo scopo personale era di correggere le disfunzioni nel mercato dei titoli di debito di vari Paesi dell'Eurozona. La BCE comprò titoli del debito pubblico di Paesi come Grecia, Irlanda e Portogallo e titoli del debito privato.

L'implementazione del *SMP* ha aiutato a moderare le disfunzioni nel mercato dei titoli. Tuttavia questi vennero interrotti alla fine del 2012 con un totale di titoli acquistati pari a 220 miliardi di euro, quando venne annunciata l'introduzione delle *OMT (outright monetary transaction)* con cui la banca poteva effettuare acquisti sui mercati secondari di titoli di debito dei Paesi richiedenti con durata fino a 3 anni, senza limitazioni, con l'obiettivo di ristabilire il funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria. Nonostante questo programma non fosse mai stato attivato da nessun Paese ebbe sorprendentemente effetti positivi.

Quando nel 2012 lo spread aumentò di circa 500 punti base a causa della degenerazione della situazione spagnola, si sentì la necessità di attuare una politica più strutturata di acquisto nei mercati secondari.

Il 26 luglio 2012 l'ex presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi pronunciò le famose parole "*whatever it takes*"⁵⁷ per enfatizzare che la BCE avrebbe fatto tutto il possibile per salvare l'euro da eventuali processi di speculazione ed evitare che eventuali default dei Paesi membri potessero mettere in crisi l'unione monetaria. In seguito al

⁵⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

famoso discorso i mercati invertirono le tendenze negative, la crisi si calmò, la fiducia tra gli investitori aumentò e i tassi iniziarono a scendere.

A marzo 2015 la BCE diede l'avvio al programma di *quantitative easing* attraverso un piano di acquisto di obbligazioni emesse da tutti i paesi dell'eurozona con l'obiettivo di iniettare liquidità nel sistema e incentivare i prestiti bancari per perseguire il mandato della BCE e mantenere l'inflazione sotto il 2% annuo.

Il programma introdotto dal consiglio direttivo con il nome di *Expanded Asset Purchase Programme (EAPP)* si basava sull'estensione dei piani di acquisto di *asset backed securities (ABS)* denominato *ABSPP* e quello di acquisto di *covered bond (CBPP3)* lanciati l'anno precedente. Inoltre comprendeva un piano di acquisto di titoli pubblici (*PSPP, public sector purchase programme*) e successivamente venne incluso anche il *CSPP*, ossia il *corporate sector purchase programme*.

Il *CBPP3* costituiva il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite e fu lanciato nel 2014 con lo scopo di aiutare a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e facilitare l'erogazione di crediti.

L'*ABSPP* costituiva un programma di acquisto di titoli garantiti da attivi per aiutare le banche a diversificare le fonti di finanziamento e stimolare l'emissione di nuovi titoli.

Il *PSPP* lanciato nel 2015 diede inizio al vero e proprio *QE* della BCE.

Il *CSPP* fu l'ultimo programma avviato nel 2016 e consisteva nell'acquisto di obbligazioni di società non bancarie.

Il *QE* della BCE si strutturò in tre fasi:

1. Un primo acquisto di titoli prevalentemente pubblici (circa il 90%) per 60 miliardi di euro mensili.
2. Un secondo acquisto da dicembre 2015 a marzo 2016 per 80 miliardi di euro mensili anche di titoli emessi da società private non bancarie con rating superiore a BBB- (*CSPP*). Questa fase del programma venne interrotta quando il tasso sui depositi arrivò al -0,4%.
3. La terza fase si apre ad aprile 2017 quando gli acquisti vennero riportati a 60 miliardi mensili per poi essere dimezzati a gennaio 2018 fino ad arrivare a 15 miliardi mensili a dicembre 2018.

Il programma venne interrotto il 31 dicembre 2018 quando il livello del tasso principale fu confermato allo 0%, quello sui finanziamenti marginali al 0,25% e quello sui depositi allo -0,4%.

3.2.4. Gli effetti delle politiche non convenzionali

Per comprendere e valutare gli effetti delle politiche non convenzionali attuate come risposta alla crisi da parte della Banca Centrale bisogna considerarli sotto gli aspetti di efficacia ed efficienza: bisogna innanzitutto determinare gli effetti effettivamente riusciti, quindi mettere in relazione l'obiettivo del mandato della BCE di mantenere l'inflazione al 2% con quanto ha effettivamente ottenuto una volta dichiarata l'interruzione dell'ultimo programma. Con riguardo al grado di efficienza occorre valutare se i mezzi utilizzati per raggiungere tale obiettivo siano stati adeguati o eccessivi.

Per analizzare gli effetti si può partire dall'osservazione dell'inflazione mettendola a comparazione con le misure attuate in quegli anni. L'IAPC (Figura 7.) infatti ha avuto un andamento altalenante prima e dopo l'introduzione delle politiche non convenzionali arrivando persino a livelli negativi nel 2009 e poi nel 2015

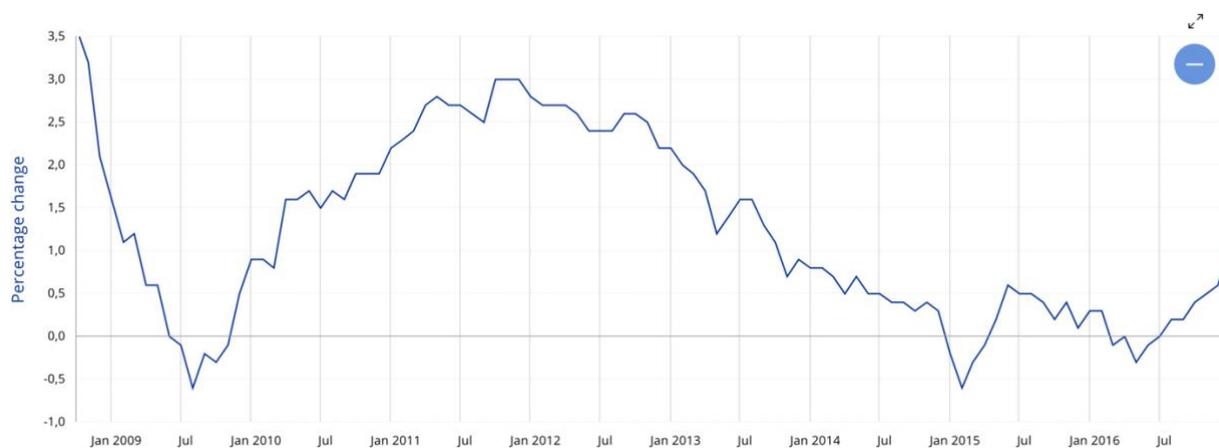


Figura 7. Indice dei prezzi al consumo per l'euroarea dal 2008 al 2016, Fonte: ECB statistical Warehouse

Il periodo preso in esame può essere suddiviso in due fasi a seconda degli effetti manifestati:

un primo periodo dal 2008 al 2012, in cui l'utilizzo delle misure non convenzionali è stato abbastanza leggero, che ha visto un iniziale andamento decrescente del tasso di inflazione e un aumento dello stesso con l'introduzione del *CBPPI*.

E un secondo periodo più aggressivo dal 2012 al 2016, che ha visto di nuovo un andamento decrescente del tasso di inflazione, dovuto in parte alla decisione della BCE di alzare i tassi di interesse e in parte al crollo dei prezzi del petrolio nel 2011.

In questa fase, da gennaio 2015 quando venne annunciato l'avvio del programma del QE della BCE, si assistette a un aumento del livello dei prezzi e a una progressiva risalita del livello di inflazione. Secondo quanto affermato da Gambetti e Musso nel report "*The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme*": "gli effetti sull'inflazione furono progressivi e raggiunsero il picco solo alla fine del secondo anno, ma senza l'utilizzo di misure non convenzionali il tasso di inflazione sarebbe cresciuto sicuramente in maniera inferiore"⁵⁸. In particolare, per quanto riguarda il tasso di inflazione: nel primo trimestre del 2015 l'impatto sull'IAPC è stato dello 0,06%, durante il resto dell'anno fino all'ultimo trimestre l'impatto è più che triplicato salendo allo 0,18% fino ad arrivare allo 0,36% nell'ultimo trimestre dell'anno successivo quando vennero interrotte le politiche non convenzionali.

Per quanto riguarda l'impatto sul PIL invece fu immediato ma si rivelò modesto nel lungo periodo passando dallo 0,18% all'inizio del 2015, a un impatto lievemente inferiore dello 0,16% alla fine dell'anno per ridursi sensibilmente al 0,02% alla fine del 2016.

In generale quindi si può affermare che le misure non convenzionali adottate dalla BCE in risposta alla crisi finanziaria globale si sono dimostrate efficaci ed efficienti, riportando aumenti nel livello dell'inflazione e contribuendo al raggiungimento del livello di riferimento del 2%.

3.3. La crisi del Covid

L'11 marzo 2020 il virus COVID 19 venne riconosciuto ufficialmente come causa di una pandemia globale dal *World Health Organization (WHO)* in seguito al contagio di oltre 11 milioni di persone e 500 mila vittime.

⁵⁸ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp.2075.en.pdf>

Il virus si diffuse inizialmente in Cina ma con grande rapidità e violenza iniziò a trasmettersi in tutto il mondo con sintomi riconoscibili e non, comportando la creazione di diversi sottogruppi (alfa, beta, gamma e delta).

La facilità di contagio del virus anche tra persone asintomatiche costrinse le autorità governative a prendere drastici provvedimenti consistenti in misure di distanziamento sociale evitando assembramenti, interrompendo le attività produttive non ritenute essenziali, e dichiarando l'avvio dell'isolamento come unico mezzo per interrompere la crescita del numero dei contagi. È in questa situazione che il 9 marzo 2020 in Italia fu annunciato l'inizio del primo lockdown, soluzione che venne adottata più volte nel corso della pandemia per mitigare il numero di contagi, con conseguenze sulla circolazione degli individui comportando la chiusura di scuole, uffici, università, edifici pubblici e altri servizi.

La crisi sanitaria si trasformò presto in una crisi economica: l'arresto della vita sociale, del movimento di merci e persone e delle attività produttive andò necessariamente a incrinare l'economia mondiale e il processo di globalizzazione. Tra i maggiori settori colpiti dalla crisi ritroviamo ovviamente il turismo e i trasporti, quello della vendita al dettaglio e della ristorazione, al contrario il farmaceutico e le telecomunicazioni sono stati protagonisti di una crescita esponenziale.

In questa situazione di emergenza l'economia mondiale ha inevitabilmente subito gli effetti della contrazione dell'offerta e della domanda causate da molteplici fattori tra cui l'interruzione come già accennato delle attività, che hanno a loro volta imposto la modalità di lavoro da remoto per i settori che lo consentivano, dalla chiusura di impianti e stabilimenti, dal calo dei consumi⁵⁹ e dall'effetto reddito⁶⁰

In questa situazione, analogamente a quanto accadde nel 2008 nonostante le cause della crisi e dell'emergenza siano molto diverse tra loro, il ruolo delle banche centrali fu quello di fornire tutta la liquidità necessaria per evitare una crisi e un tracollo dell'intero sistema. La crisi del COVID 19 si è rivelata in primo luogo una crisi esogena, che ritrova le sue cause in variabili esterne, in secondo luogo una crisi incerta dato che il contagio e le misure adottate dai governi per contenerlo non erano prevedibili né tantomeno certe e infine si è rivelata una crisi globale in quanto ha coinvolto quasi tutti i paesi del mondo.

⁵⁹ Le misure restrittive hanno comportato una diminuzione della domanda in molti settori tra cui turismo, trasporti, eventi di massa etc...

⁶⁰ La chiusura di determinate attività ha comportato una diminuzione del reddito dei lavoratori

Appare chiaro quindi come una crisi con queste caratteristiche abbia comportato effetti soprattutto sull'economia reale e di conseguenza debba essere affrontata attraverso una coordinazione di politiche monetarie e fiscali.

Con particolare riferimento alle politiche monetarie, le banche centrali hanno giocato un ruolo fondamentale durante questo periodo cercando di adattare le loro politiche alla situazione globale. La Banca Centrale Europea così come la FED hanno affermato il loro ruolo di prestatore di ultima istanza piuttosto che attuare esclusivamente modifiche ai tassi di interesse, le misure restrittive infatti hanno impedito l'efficacia degli strumenti convenzionali costringendo le banche centrali a ricorrere agli strumenti non convenzionali.

3.3.1. Le azioni della FED

I provvedimenti attuati durante la pandemia tra cui le limitazioni alla circolazione e la chiusura delle attività hanno accelerato l'entrata in un periodo di recessione e hanno fatto impennare il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti portando la Banca Centrale statunitense a perseguire in modo sempre più attivo il proprio mandato di stabilità dei prezzi e di promozione della piena occupazione.

In periodi di recessione l'abituale procedura delle banche centrali è di allentare la politica monetaria, alla luce dei primi effetti della pandemia infatti il FOMC ha agito immediatamente tagliando il tasso sui fondi federali di 1.5 punti percentuali in meno di due settimane portandolo a un intervallo tra 0 e 0,25%.

Nelle riunioni di marzo il consiglio ha introdotto una politica di forward guidance fornendo indicazioni prospettiche e affermando che avrebbe mantenuto un orientamento accomodante fino a quando l'obiettivo di inflazione di lungo periodo e il mandato di massima occupazione non sarebbero stati raggiunti.

In seguito all'aumento della domanda di contanti e altre attività liquide, per fornire un sostegno diretto ai mercati, alle imprese e alle famiglie e garantirgli un flusso di credito diretto, la FED ha poi incoraggiato gli istituti di deposito a rivolgersi alle *discount window* ampliando le scadenze a 90 giorni e annunciando la riduzione del *primary credit rate*, per due volte nell'arco di due settimane, portandolo ben oltre il limite effettivo dall'1,75%

allo 0,25%. Queste iniziative avevano lo scopo di incoraggiare un uso più attivo della discount window e soddisfare le esigenze di finanziamento impreviste.

Tra le principali misure volte a rafforzare e espandere la liquidità nel sistema, la FED avviò un programma di *quantitative easing* per un importo di 500 miliardi di titoli del Tesoro e 200 miliardi di titoli garantite da ipoteche per poi estenderlo a un programma illimitato includendo anche titoli di società private, a dimostrazione della gravità della situazione economica.

Per comprendere a pieno le misure attuate dalla banca centrale statunitense bisogna tenere a mente che il dollaro è la principale valuta di riserva globale ed è essenziale nel commercio internazionale. Per assicurarsi quindi che le banche centrali in tutto il mondo avessero sufficiente accesso al dollaro la Fed si è anche impegnata a fornire liquidità in dollari alle altre banche centrali, escludendo però la Cina⁶¹ a causa delle tensioni geopolitiche e commerciali che intercorrevano in quel periodo.

Oltre a queste misure la Federal Reserve ha avviato anche il programma di prestito *Main Street* fino al 2021 per sostenere i prestiti alle piccole e medie imprese a scopo di lucro e alle organizzazioni no profit che erano in condizioni sane prima dello scoppio della pandemia.⁶² Con questo programma sostanzialmente operava attraverso cinque strutture che permettevano alle banche partecipanti di vendere una percentuale dei prestiti concessi alla Federal Reserve, mantenendo una parte del rischio associato.⁶³

3.3.2. La risposta della BCE

La BCE ha attuato manovre di politica monetaria con l'obiettivo ultimo di attenuare l'impatto della crisi. Le parole della presidente della BCE Christine Lagarde "*Extraordinary times require extraordinary action. There are no limits to our commitment to the euro*"⁶⁴ sono state fondamentali per enfatizzare e rassicurare i cittadini europei che la Banca Centrale Europea si sarebbe impegnata con tutte le sue forze per sostenere l'economia dell'area dell'euro durante un periodo di incertezza economica. Questa frase naturalmente ha richiamato il celebre "*Whatever it takes*" di Draghi che allo stesso modo

⁶¹ <https://www.ilsole24ore.com/art/la-fed-assicura-liquidita-tutti-tranne-cina-ADh2JmG>

⁶² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mainstreetlending.htm>

⁶³ Clarida, Richard H., Burcu Duygan-Bump, and Chiara Scotti (2021). "The COVID19 Crisis and the Federal Reserve's Policy Response," Finance and Economics Discussion Series 2021-035. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.035>.

⁶⁴ Christine Lagarde; <https://www.ecb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html>

nel 2012 si impegnò a fare tutto il necessario per preservare l'euro durante la crisi del debito sovrano.

Sicuramente entrambe le dichiarazioni hanno rappresentato dei momenti di svolta e sono riusciti a rassicurare il pubblico nell'impegno che la banca centrale avrebbe messo per sostenere l'area dell'euro.

Tra le politiche monetarie più rilevanti risulta il *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, avviato il 18 marzo 2020 con il tentativo di incrementare la liquidità all'interno del sistema aiutando le persone e le imprese a ottenere i fondi di cui hanno bisogno per affrontare la crisi a un costo accessibile.⁶⁵

L'iniziale dotazione era di 750 miliardi di euro, successivamente il Consiglio Direttivo ha deciso di ridurla progressivamente a 600 miliardi a giugno e a 500 miliardi a dicembre 2020. Gli acquisti vennero interrotti a marzo 2022 ma ha continuato a reinvestire il capitale rimborsato dai titoli in scadenza per mantenere il livello del suo portafoglio. Tali reinvestimenti verranno terminati solo alla fine del 2024.

Oltre al *PEPP*, tra le misure non convenzionali sviluppate per affrontare la crisi rivediamo:

- Le *PELTROs (Pandemic Emergency Longer Term Refinancing Operations)*: operazioni introdotte il 30 aprile 2020 con l'obiettivo di fornire liquidità al sistema finanziario dell'area euro. Questa tipologia di operazioni consente alle banche di accedere a finanziamenti a lungo termine a condizioni favorevoli stimolando l'economia reale.
- *TLTRO*, come nel 2008, sono operazioni che forniscono finanziamenti fino a 4 anni.
- Infine venne modificato l'*Asset Purchase Programme* lanciato già nel 2014 per implementare l'acquisto di titoli di stato e privati per supportare il mandato della banca centrale e perseguire l'obiettivo di mantenere l'inflazione al 2%. In particolare gli acquisti netti vennero interrotti a marzo 2022 ma la BCE ha continuato a reinvestire i pagamenti principali dei titoli in scadenza per mantenere la sua presenza nel mercato e fornire stimoli monetari.

⁶⁵ BCE; <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.it.html>

CONCLUSIONI

Le crisi finanziarie prese in esame risultano molto diverse nelle cause, nei mercati e nelle dinamiche che le hanno scatenate; anche gli impatti e le risposte attuate da parte delle banche centrali e delle autorità governative sono state differenti.

Tuttavia, come illustrato nell'analisi fornita in "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises" di Carmen M. Reinhart e Kenneth S. Rogoff, non bisogna commettere l'errore di credere che "questa volta sia diverso" poiché nonostante il mondo e l'economia globale siano in costante espansione e offrano continuamente nuovi strumenti finanziari o altri elementi innovativi che ci possano far supporre di proteggere i mercati dalle dinamiche passate e vissute che hanno scatenato le turbolenze finanziarie, queste sono sempre caratterizzate da tendenze comuni quali un'accumulo di debito pubblico, bolle speculative e collasso di istituzioni finanziarie o situazioni di panico.

Le modalità e le fasi con cui le crisi finanziarie si manifestano sono cicliche e la recessione è solo l'ultima fase del ciclo: ad un'iniziale euforia segue un picco delle bolle speculative che sfocia in una situazione di panico finanziario e di fuga dalle attività rischiose.

Questa tesi ha offerto una panoramica delle dinamiche delle politiche monetarie durante le crisi, evidenziando i diversi approcci adottati dalle Banche Centrali. In particolare, ha messo in risalto le differenze emergenti nel tempismo e nell'ampiezza delle risposte, attribuibili principalmente alle diverse caratteristiche dei mandati delle due istituzioni: in generale, la Federal Reserve ha sicuramente reagito più tempestivamente rispetto alla Banca Centrale Europea ponendo sullo stesso piano la stabilità monetaria, la piena occupazione e la crescita economica; la BCE, al contrario, è rimasta coerente con il proprio obiettivo antinflazionistico ed ha agito con maggiore prudenza concentrandosi principalmente sull'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Durante la crisi del 2008 questo approccio è risultato più evidente: la Fed ha ridotto i tassi già a partire dal 2007 mentre la politica di riduzione dei tassi da parte della BCE è avvenuta solamente nell'ottobre del 2008 registrando un taglio dei tassi di riferimento dal 4,25% all'1%.

La FED già nel 2009 ha utilizzato la *forward guidance* come strumento per stabilizzare i mercati finanziari ed influenzare le decisioni di consumatori, imprese e pubblico; al contrario, nell'eurozona, questa iniziativa è stata intrapresa anni dopo, nel 2013, come

conseguenza della tardiva diminuzione dei tassi per rispondere alle preoccupazioni riguardo la decrescente inflazione e per combattere i rischi deflazionistici che avrebbero potuto causare un rallentamento delle spese e degli investimenti dei consumatori e delle imprese.

Per ultimo, anche l'adozione delle misure non convenzionali presenta notevoli differenze: nel caso della Banca Statunitense sin dal 2008 si parla di *quantitative easing* come metodo per sostenere direttamente i mercati finanziari iniettando liquidità nel sistema attraverso l'acquisto di *Treasury bonds* e *MBS*; la reazione della BCE, invece, può essere scomposta in tre fasi e l'adozione del QE è solamente l'ultima di queste.

Nel 2009 la BCE ha adottato inizialmente il *credit easing* come strumento per iniettare maggiore liquidità specificatamente nel sistema bancario, agevolando le banche nella concessione di prestiti; Durante questo periodo ha svolto il suo ruolo di prestatrice di ultima istanza tramite l'introduzione di misure non convenzionali quali *LTRO*, *TLTRO* e tramite il lancio del primo *CBPP*.

L'introduzione nel 2010 dei *SMP* ha caratterizzato la seconda fase. Essi sono stati interrotti dopo due anni con l'annuncio delle *OMT*, le quali non sono mai state effettivamente attivate.

L'ultima fase ha visto l'introduzione nel 2014 dell'*EAPP* che ha dato avvio l'anno seguente al *quantitative easing*, riadattandolo ai limiti legali e strutturali imposti dai trattati europei tramite programmi specifici di acquisto titoli quali *ABSPP*, *CBPP3*, *PSPP*, *CSPP*.

Durante la più recente crisi, quella pandemica, entrambe le Banche Centrali si sono trovate di fronte ad una sfida e l'hanno affrontata adottando misure decisive per gestire l'emergenza: ancora una volta le loro strategie hanno rispecchiato le diverse priorità dettate dai fattori contingenti dei rispettivi contesti economici. Mentre la BCE ha focalizzato la propria strategia maggiormente sui programmi di acquisto di titoli e operazioni di rifinanziamento a lungo termine, la FED si è impegnata a mantenere un orientamento accomodante riducendo drasticamente il tasso sui fondi federali al fine di raggiungere i propri obiettivi di inflazione di lungo periodo e piena occupazione, coerentemente con il proprio mandato.

In conclusione, il confronto effettuato evidenzia come le differenze strutturali delle due Banche Centrali influenzino significativamente le strategie e l'efficacia delle decisioni intraprese.

Tale sguardo rivolto al passato, infine, offre spunti di riflessione per aiutare a prevedere le azioni future in un contesto economico-finanziario in continua evoluzione a livello globale.

BIBLIOGRAFIA

- Arcelli M. Economia monetaria e politica economica dell'UE; 2007
- Di Giorgio G. Banche centrali e politica monetaria; 2015
- Mankiw N., Taylor M. Macroeconomia; 2015
- Mishkin, Eakims, Beccali E. Istituzioni e mercati finanziari, 2019
- BCE; Rapporto annuale 1998
- BCE; Rapporto annuale 2001
- BCE; febbraio 2004; L'attuazione della politica monetaria nell'area euro
- BCE; L'attuazione della politica monetaria nell'area dell'euro, ; 2006
- BCE; Hanspeter k. Scheller; seconda edizione 2006; storia ruolo e funzioni
- BCE; Decisioni di politica monetaria; 2008
- BCE; Enhanced credit support; 2009
- BCE; Crisi del debito sovrano; 2011
- BCE; The ecb's non-standard measures – impact and phasing-out; 2011
- BCE; Testuale discorso di Mario Draghi, 2012
- BCE; Non standard Monetary policy measures; 2013
- BCE; Comunicazione di politica monetaria in tempi turbolenti; 2014
- BCE; Le recenti misure di politica monetaria della BCE: efficacia e sfide; 2015
- BCE, Luca Gambetti e Alberto Musso; The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP); 2017
- BCE; open market operations
- BCE; decisioni di politica monetaria; 2020
- BCE; ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP); 2020
- BCE, Christin Lagarde; Our response to the coronavirus pandemic
- BCE; Statistical Data Warehouse ECB
- BCE; Monetary policy strategy, 2024
- Banca d'Italia, L'unione economica e monetaria
- Banca d'Italia, Assetto istituzionale e organizzativo
- Banca d'Italia, Gennaio 1999, bollettino mensile BCE 01/1999
- Banca d'Italia; Dicembre 2010; bollettino mensile
- Banca d'Italia; Le funzioni della moneta e le proposte di "moneta fiscale"

Banca d'Italia; Attuazione della politica monetaria
Banca d'Italia, Dichiarazione sulla strategia di politica monetaria della BCE
Banca d'Italia, La stabilità dei prezzi; 2019
Banca d'Italia; The non-standard monetary policy measures of the ECB: motivations, effectiveness and risks; 2019
Banca d'Italia; Bollettino economico BCE, n. 2 – 2020
Banca d'Italia, Pandemia, inflazione e politica monetaria; 2021
Board of Governors of the Federal Reserve; Structure of the Federal Reserve System; 2022
Board of Governors of the Federal Reserve; FOMC; 2024
Board of Governors of the Federal Reserve; monetary policy; 2024
Board of Governors of the Federal Reserve; policy tools; 2023

SITOGRAFIA

BBC; What is QE and how will it affect you; 2022; Da: <https://www.bbc.com/news/business-15198789>

Borsa Italiana; Crisi del '29: cause e conseguenze della Grande Depressione; 2020; Da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisidel29.htm>

Borsa Italiana; QE: manovra monetaria oltre le politiche convenzionali; 2018; Da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/quantitative-easing-145.htm>

Borsa Italiana; la struttura, le funzioni e gli strumenti operativi; Da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/federal-247.htm>

Borsa Italiana; Il mercato monetario; 2020; Da: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mercato-monetario.htm>

Clarida, Richard H., Burcu Duygan-Bump, and Chiara Scotti (2021). “The COVID19 Crisis and the Federal Reserve’s Policy Response,” Finance and Economics Discussion Series 2021-035. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2021.035>.

Consob; Le crisi finanziarie; Da: <https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie1>

<https://www.consob.it/web/investor-education/la-crisi-del-29>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19>

Dell’Ariccia G.; Rabanal P.; Sandri D.; Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan and the United Kingdom; 2018; Da:

<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.32.4.147>

Federal Reserve History; Stock Market Crash of 1929; 2013; Da:

<https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929>

Fred Economic data; <https://fred.stlouisfed.org/>

Mosser C. Patricia; Central bank response to COVID-19; 2020; Da:

<https://link.springer.com/article/10.1057/s11369-020-00189-x>

Neely J. Christopher, Fawley W. Brett; Four stories of QE; 2013; Da:

<https://elischolar.library.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2813&context=yyps-documents>

Parlamento Europeo; Note tematiche sull’UE, la BCE; 2023; Da

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/it/sheet/13/la-banca-centrale-europea-bce->

Reinhart M. Carmen; Rogoff S. Kenneth; This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crisis; 2008

https://www.repubblica.it/economia/glossario/lemma/quantitative_easing-198997377/

<https://www.ilsole24ore.com/art/la-fed-assicura-liquidita-tutti-tranne-cina-ADh2JmG>

<https://it.tradingeconomics.com/united-states/case-shiller-home-price-index>

https://www.researchgate.net/figure/Subprime-loans-Source-US-Census-Bureau-Harvard-University-State-of-the-Nations_fig3_281650451

<https://www.jchs.harvard.edu/sites/default/files/son2008.pdf>

Wikipedia, Crisi finanziaria; Da: https://it.wikipedia.org/wiki/Crisi_finanziaria