

LUISS



Dipartimento di Giurisprudenza

Cattedra di *Diritto Dell'Unione Europea*

STRUMENTI E MISURE DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE DALL'ESTATE DEL 2012

Chiar.mo. Prof. Enzo Moavero Milanesi

Gallo

Relatore

Chiar.mo. Prof. Daniele

Correlatore

Candidato

Niccolò Mauro

Matricola 162573

A.A. 2023/2024

SOMMARIO

INTRODUZIONE	3
Capitolo 1. La BCE nell'era dell'incertezza: quadro giuridico, politica monetaria e risposta alla crisi del debito sovrano nell'area dell'euro	6
1.a Il quadro giuridico della BCE nell'Unione Europea: Trattati, Statuto e Normative	6
1.b Analisi della UEM e dell'indipendenza nella Politica Monetaria	12
1.c La BCE e il sistema europeo di supervisione finanziaria: profili giuridici e competenze.....	27
1.d Responsabilità della BCE e rapporti con gli organi di controllo	41
1.e Contesto storico ed economico-finanziario all'alba del 2012.....	49
1.f Il “whatever it takes”	57
1.g La risposta della BCE alla crisi del debito sovrano	63
1.h Effetti sulle banche e sul sistema finanziario europeo	73
1.i La dubbia indipendenza della BCE nella sua politica monetaria.....	81
1.l L'operato delle altre banche centrali	90
1.m Le misure di stabilità finanziaria fino ad oggi.....	103
Capitolo 2. Misure non convenzionali della BCE: impatti sulla stabilità economica e finanziaria nell'area dell'euro	115
2.a Analisi dell'impatto delle misure non convenzionali.....	115
2.b Effetti sul mercato azionario e obbligazionario	129
2.c Le imprese zombie	134
2.d Analisi del programma di acquisto di obbligazioni SMP (2010 – 2012)..	138

2.e I tassi di interesse negativi	166
2.f L'Outright Monetary Transactions (OMT)	182
2.g Il Quantitative Easing (QE).....	196
2.h Il programma di acquisto APP.....	207
2.i Il programma di acquisto PEPP	230
2.l Obiettivo stabilità dei prezzi, la situazione odierna	243
Capitolo 3. La BCE di fronte alla legittimità: analisi delle sentenze chiave della Corte costituzionale tedesca e delle CGUE sul programma di acquisto assets	256
3.a La sentenza Gauweiler	256
3.b Il caso Weiss	270
3.c La sentenza del Bundesverfassungsgericht del 5 maggio 2020.....	278
3.d Contraddizioni e conclusioni all'esito della pronuncia del BVerfG	291
CONCLUSIONI	299
Bibliografia.....	304
Sitografia	362

INTRODUZIONE

La politica monetaria rappresenta uno dei pilastri fondamentali su cui si regge l'architettura economica di qualsiasi nazione o unione di nazioni. Nel contesto dell'Unione Europea (UE), il ruolo di indirizzare le scelte sulla politica monetaria è rivestito dalla Banca Centrale Europea (BCE), un'istituzione creata con l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro e di contribuire alla politica economica dell'Unione. La BCE, sin dalla sua istituzione, è stata chiamata a navigare attraverso complessi scenari economici e politici, adattando continuamente le sue strategie e gli strumenti utilizzati per rispondere efficacemente alle sfide emergenti.

L'estate del 2012 rappresenta un punto di svolta significativo nella storia recente della BCE. In quel periodo, l'area dell'euro era gravemente colpita dalla crisi del debito sovrano, che minacciava non solo la stabilità economica dei singoli Stati membri, ma anche l'integrità complessiva dell'eurozona. Fu in questo contesto di profonda incertezza che la BCE, sotto la guida del presidente Mario Draghi, adottò una serie di misure straordinarie e innovative per stabilizzare i mercati finanziari e sostenere l'economia europea.

Il presente lavoro si propone di analizzare nel dettaglio gli strumenti e le misure di politica monetaria adottati dalla BCE a partire dall'estate del 2012, esplorando sia il quadro giuridico, che ha disciplinato tali interventi, sia le implicazioni economiche e finanziarie degli stessi.

In particolare, la tesi si concentrerà su tre principali aree di indagine:

1. Il quadro giuridico e istituzionale, ossia il contesto normativo nel quale opera la BCE, con particolare attenzione ai Trattati dell'Unione Europea, lo Statuto della BCE e le normative correlate. In questo ambito si analizzerà come la BCE ha esercitato e

ampliato le proprie competenze per implementare misure di politica monetaria in tempi di crisi.

2. Gli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla BCE, quali le operazioni di mercato aperto, le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), e i programmi di acquisto di attività (APP), che saranno singolarmente descritti e valutati. L'analisi si concentrerà sulle modalità con cui questi strumenti siano stati adattati e innovati per rispondere alle esigenze specifiche della crisi del debito sovrano.

3. L'impatto delle misure della BCE, ossia gli effetti delle misure adottate dalla BCE sull'economia dell'eurozona e, in particolare, su inflazione, crescita economica, occupazione e stabilità finanziaria. Sarà inoltre analizzato il ruolo della BCE nella prevenzione della frammentazione dei mercati finanziari europei e nel mantenimento della coesione economica tra gli Stati membri.

Questa tesi intende fornire una comprensione approfondita delle dinamiche e delle decisioni che hanno guidato la politica monetaria della BCE in uno dei periodi più turbolenti della storia economica recente dell'Europa. L'obiettivo è di delineare non solo le strategie e gli strumenti utilizzati, ma anche di valutare l'efficacia di tali misure nel perseguire gli obiettivi della BCE e di riflettere sulle lezioni apprese, che potrebbero risultare utili in caso di future crisi economiche.

Un ulteriore punto dell'indagine riguarderà la legittimità delle scelte adottate dalla Banca Centrale, ponendole in relazione all'obbligo di indipendenza previsto dai Trattati europei, al fine di valutare se tali interventi, oltre che legittimi, siano stati maggiormente efficaci rispetto ad alternative più attendiste.

Il capitolo uno fornirà una panoramica sul quadro giuridico di riferimento per gli interventi della BCE, esplorando la UEM, il SEVIF e la responsabilità della Banca stessa per le sue condotte di fronte alle autorità di vigilanza. L'analisi si soffermerà inoltre sul contesto storico e finanziario di quegli anni, evidenziando in modo generico le risposte della Banca Centrale Europea alla crisi del debito sovrano. Verrà data contezza dei principali effetti delle misure intraprese e si discuterà poi della possibilità che la BCE non sia stata aderente al suo mandato di organo indipendente, "aggirando" i Trattati istitutivi.

Il capitolo si concluderà con alcuni cenni comparativi, individuando le risposte di altre banche centrali alla crisi di quel periodo e provando a coglierne le differenze sia sotto

il profilo operativo, sia in merito alla qualità delle scelte compiute nel dirigere la politica monetaria. Da ultimo verrà offerta una panoramica degli interventi adottati per contenere l'emergenza Covid-19 degli ultimi anni, chiarendo come il PEPP abbia contribuito a favorire la resilienza dell'Unione in un periodo di forte instabilità e quali potranno essere gli strumenti che la BCE utilizzerà nell'ambito della lotta all'inflazione.

Il secondo capitolo porrà invece uno sguardo più attento alle singole misure adottate di anno in anno. La trattazione seguirà un ordine cronologico e si svilupperà in una prospettiva più economica, analizzando empiricamente gli effetti delle scelte di politica monetaria sul benessere comune e sui mercati finanziari, grazie a una serie di studi e rappresentazioni grafiche elaborate dai ricercatori del settore.

Si farà poi una digressione sul panorama attuale, cercando di cogliere gli aspetti della situazione odierna a fronte delle misure intraprese dalla BCE nel tentativo di contenere l'inflazione, sperimentando un'analisi sui possibili sviluppi di politica monetaria. Il rialzo dei tassi di interesse degli ultimi mesi ha infatti destabilizzato l'equilibrio finanziario e le abitudini di molte famiglie, questa condizione non può che essere temporanea e la BCE dovrà subito intervenire in senso opposto una volta raggiunto l'equilibrio inflazionistico del 2%. Si tenterà quindi di prevedere le possibili misure della Banca finalizzate a riportare i consumi a una soglia tollerabile, mantenendo l'equilibrio raggiunto.

Nel terzo capitolo ci si concentrerà, infine, sulla disamina di alcune sentenze pronunciate in merito alla legittimità degli interventi adottati dalla BCE, andando a chiarire se questa abbia di fatto agito in maniera indipendente o se abbia travalicato il confine dei suoi poteri nell'adozione di misure eccessivamente schierate politicamente.

Le sentenze nascono dal dettato della Corte costituzionale tedesca, la quale non ha giudicato positivamente gli interventi della BCE. All'esito delle pronunce della CGUE sul caso Gauweiler e sul caso Weiss si arriva ad un confronto tra il BVerfG e la Corte europea, che porta la Corte di Karlsruhe a definire l'ultima pronuncia come un atto *ultra vires*, non vincolante per la Corte tedesca. Il BVerfG, contrariamente alla Corte europea, ritiene atti *ultra vires* anche le azioni della BCE intraprese durante il periodo

di crisi del debito sovrano, sancendo la non applicazione di tali decisioni all'interno della Germania.

Questa tesi ha quindi l'obiettivo di approfondire le misure adottate dalla Banca Centrale Europea durante un periodo di forte instabilità come quello recentemente attraversato, cercando di chiarire, attraverso un'analisi dettagliata del contesto in cui tali interventi si sviluppano, quali siano state le conseguenze, quali potevano essere le alternative e come si evolverà il panorama europeo prossimamente.

CAPITOLO 1

LA BCE NELL'ERA DELL'INCERTEZZA: QUADRO GIURIDICO, POLITICA MONETARIA E RISPOSTA ALLA CRISI DEL DEBITO SOVRANO NELL'AREA DELL'EURO

1.a Il quadro giuridico della BCE nell'Unione Europea: Trattati, Statuto e normative

Lo studio dei profili giuridici della Banca Centrale Europea (BCE) non può in alcun modo prescindere da un'analisi storica della nascita di questo organo. Essa è infatti pietra miliare del processo di integrazione europea e rappresenta la ricerca del miglior assetto istituzionale di una banca centrale moderna.

Gli Stati europei hanno infatti trasformato i rapporti tra loro nel dopo guerra, arrivando a creare un'unione fondata sul conferimento di una parte dei loro poteri a una Comunità che potesse esercitarli tramite istituzioni sovranazionali. Uno dei passaggi più significativi di questa rivoluzione è stata la creazione di una moneta unica, l'euro,

e della Banca centrale Europea, cui gli Stati hanno trasferito il potere sovrano di emettere monete e decidere la politica monetaria unica.

Questo rappresenta quindi il motivo per cui la Banca Centrale Europea non è una banca centrale come le altre, la sua esistenza è legata al progetto di unione politica che segna la storia europea ed il suo statuto è l'emblema di questo passaggio storico, svincolando il valore della moneta dalla quantità di oro nel quale l'emittente si impegna a convertirla. Il suo valore è anzi correlato unicamente al potere di acquisto, e questo dipende dalla quantità che ne circola, come approfondiremo successivamente. La BCE rappresenta quindi una svolta concettuale nell'ideale comune di banca centrale, questa infatti non si rapporta a uno Stato nel senso che si era inteso fino al momento della sua creazione, ma lo fa solo indirettamente, con la BCE e l'Eurosistema infatti esiste una moneta che prescinde da uno Stato, la politica monetaria è decisa da un'autorità sovranazionale che risponde solo all'interesse dell'Unione Europea, il cui rapporto con la BCE è regolato dal Trattato di Maastricht del 1992 (Trattato sull'Unione Europea). Il Trattato istituisce però non solo la BCE, ma l'intero Eurosistema, assegnandogli il compito di eseguire le operazioni di politica monetaria. L'Eurosistema è quindi sì guidato da un'istituzione comunitaria, ma è anche composto da molteplici banche centrali nazionali, formando un organismo unico composto da istituzioni nazionali e "governato" dalla Banca Centrale, che non è né parte né concorrente delle varie banche centrali interne al sistema, ma si occupa di guidare l'attuazione delle decisioni prese e dei compiti assegnati dal Trattato.

Il rapporto tra la BCE e le banche nazionali europee è quindi una delle principali sfide dell'Eurosistema, con la resistenza esercitata dalle banche con più forte tradizione storica e concetto di sé, le quali provano a difendere il loro ruolo, le loro funzioni e la loro struttura. Parte del tentativo di queste banche è il vedere come prerogative nazionali i compiti europei con esecuzione decentrata, faticando a calarsi alle volte nella parte di componenti di un sistema con vertice altrove. L'obiettivo del Trattato è invece quello di edificare l'Eurosistema come una banca centrale in tutte le funzioni, interessi e attività, migliorando l'efficienza e l'efficacia delle operazioni.

Successivamente il Trattato è stato emendato più volte, le prime modifiche non toccano però in alcun modo la BCE, il che ha favorito fortemente il rafforzarsi della posizione di indipendenza della Banca Centrale ed il formarsi in modo stabile e

continuo del suo diritto interno tramite regolamenti, decisioni, raccomandazioni, pareri, indirizzi e istruzioni in conformità alla legittimazione fornita dall'articolo 110 del Trattato CE e all'articolo 34 del suo Statuto (cosiddetto "diritto derivato della BCE"). Inoltre, mentre l'Unione Europea durante il periodo successivo al trattato di Maastricht ha vissuto momenti difficili come le dispute sul patto di stabilità e crescita, l'ingresso di nuovi Stati membri, il dibattito sul finanziamento dell'UE, nonché una crisi di legittimità dovuta ai risultati negativi in Francia e Olanda sull'adozione di un Trattato costituzionale nel 2005, la BCE è invece rimasta sempre estranea a questi sviluppi, conducendo con continuità la politica monetaria ed assicurando la stabilità dell'euro con un basso tasso di inflazione. Le riforme del trattato operate da Amsterdam e Nizza, nonostante abbiano modificato numerose disposizioni del diritto comunitario primario, non incidono infatti sulle disposizioni riguardanti la BCE, lasciando invariati i fondamenti giuridici sulla base dei quali questa è stata costruita. Il trattato di Lisbona del 2007 ha poi introdotto delle riforme radicali, ponendo fine alla Comunità Europea e ribattezzando il trattato che istituisce la Comunità Europea come trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), ha abolito la precedente architettura dell'Unione Europea a tre pilastri e ha ridistribuito le competenze tra l'Unione e i paesi dell'UE. Sono stati inoltre rivisti il modo in cui funzionano le istituzioni europee e il processo decisionale, al fine di adattarsi a un'Unione Europea allargata di 28 paesi dell'UE. Diverse politiche interne ed esterne dell'Unione sono state riformate e le istituzioni hanno potuto agire in nuovi settori politici. La dimensione democratica dell'Unione Europea è stata ulteriormente rafforzata.

Analizzando quindi la disciplina del TFUE rilevante ai fini della nostra trattazione possiamo innanzitutto vedere come l'articolo 119, in funzione dei fini proclamati dall'articolo 3 del Trattato sull'Unione Europea (TUE) sugli obiettivi dell'UE, (tra cui come detto la stabilità economica e la realizzazione di un mercato interno tramite il ruolo della BCE) stabilisce il coordinamento delle politiche economiche degli stati membri nell'ambito dell'UE e riconosce il ruolo della BCE nel processo di coordinamento.

L'articolo 127 enuncia invece l'obiettivo principale della Banca Centrale Europea, che è il mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, sottolineando che, senza pregiudicare l'obiettivo stabilità dei prezzi, la BCE sostiene gli obiettivi generali

dell'Unione, che comprendono la promozione della crescita economica e l'occupazione.

L'articolo 128 attribuisce il diritto esclusivo della BCE di autorizzare l'emissione di banconote in euro nell'eurozona.

L'articolo 129 fa riferimento al Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) istituito dal TUE, che, come detto, comprende la BCE e le banche centrali nazionali degli stati membri dell'area euro. Specifica quindi come la BCE e le banche nazionali costituiscono un'unica istituzione, questione già esaminata precedentemente.¹

L'articolo 130 è un articolo fondamentale, riguarda infatti l'indipendenza della BCE, sottolineandone l'importanza anche per le banche centrali nazionali membri dell'Eurosistema. Afferma infatti che né la BCE né le banche centrali nazionali possono cercare o ricevere istruzioni dai governi degli Stati membri o da qualsiasi altra istituzione, al fine di assicurare che possano perseguire con efficacia l'obiettivo principale della BCE, il mantenimento della stabilità dei prezzi.

L'articolo 131 richiede che ogni Stato membro assicuri che la propria legislazione nazionale sia compatibile con i trattati e gli statuti del SEBC e della BCE.

L'articolo 132 legittima la BCE all'adozione di regolamenti ove necessari per assolvere i compiti previsti dal TUE, dagli statuti del SEBC e della BCE stessa, nonché negli atti del Consiglio. Conferisce inoltre il potere di prendere decisioni per assolvere i compiti attribuiti al SEBC e di formulare pareri e raccomandazioni, potendo decidere se pubblicarli o meno. Assicura poi il rispetto di quanto emanato tramite il potere di infliggere sanzioni ove violati gli obblighi imposti da regolamenti e decisioni, entro i limiti dettati dal Consiglio.

La sesta sezione del Trattato è infine interamente dedicata alla Banca Centrale Europea e va dagli articoli 282 al 284, la sezione ribadisce quanto prima evidenziato e stabilisce inoltre che la Banca Centrale Europea ha personalità giuridica, la sua composizione e la necessità di trasmettere una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Commissione ed al Consiglio europeo.

¹ Zilioli, Chiara, Selmayr, Martin. *The law of the European Central Bank*.

Altra fonte fondamentale per contestualizzare la BCE all'interno di un quadro giuridico è sicuramente lo statuto della stessa. In generale, lo Statuto della BCE completa e specifica gli articoli pertinenti del TFUE, fornendo dettagli operativi e istituzionali necessari per il funzionamento della BCE e del SEBC. È importante considerare sia il TFUE che lo Statuto per ottenere una comprensione completa del ruolo e delle funzioni della BCE nell'ambito dell'Unione Europea. Oltre a numerosi richiami al TFUE, tra i più marcati quello all'indipendenza e all'obiettivo stabilità dei prezzi, concetti che vengono ulteriormente specificati ed evidenziati dando ulteriori dettagli sul significato delle disposizioni e su come la BCE debba contribuire agli obiettivi generali dell'Unione Europea, vi è la definizione accurata dall'organizzazione interna della BCE, con un Consiglio direttivo e un Comitato esecutivo responsabili delle decisioni operative. Il Consiglio direttivo è composto dai sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle banche centrali nazionali della zona euro. Lo Statuto dettaglia inoltre gli strumenti e i poteri specifici della BCE nella conduzione della politica monetaria. Ad esempio, stabilisce il ruolo del Comitato esecutivo e del Consiglio direttivo della BCE nella definizione delle decisioni di politica monetaria, autorizza poi la BCE a utilizzare una serie di strumenti a, tra cui operazioni di mercato aperto, operazioni di rifinanziamento e altre misure. Ciò consente alla BCE di implementare la politica monetaria per raggiungere gli obiettivi stabiliti nello Statuto.

L'articolo 29 dello Statuto regola la partecipazione al capitale della BCE da parte degli Stati membri, la quale è basata sul capitale sottoscritto della BCE, che è diviso in quote tra gli Stati membri. Ancora, lo Statuto stabilisce le relazioni della BCE con altre istituzioni dell'Unione Europea, come la Commissione Europea e il Parlamento Europeo. La BCE è tenuta a presentare relazioni regolari sulle sue attività e partecipa alle consultazioni sulla politica monetaria. Lo Statuto sottolinea il principio del segreto professionale e della confidenzialità per gli operatori del SEBC e della BCE, garantendo che le informazioni sensibili siano protette. Prevede infine la possibilità di avere revisori esterni per effettuare controlli sull'attività della BCE.²

² Gortsos, Christos V. *European Central Banking Law. The Role of the European Central Bank and National Central Banks under European Law.*

Esistono poi una serie di regolamenti europei che hanno collaborato a creare un quadro normativo coerente per garantire la stabilità finanziaria e la vigilanza prudenziale nel contesto dell'Unione Bancaria, questi prendono origine dal Regolamento UE n.1024/2013, il quale stabilisce il cosiddetto meccanismo unico di vigilanza (MUV) che conferisce alla BCE il potere di esercitare la vigilanza diretta sulle principali banche della zona euro. La BCE lavora quindi in collaborazione con le autorità di vigilanza nazionali per garantire una vigilanza prudenziale uniforme e coerente. Il MUV è stato creato in risposta alla crisi finanziaria del 2007-2008 con l'obiettivo di rafforzare la vigilanza bancaria nella zona euro, garantendo una vigilanza bancaria efficace e funzionale. Prima dell'istituzione del MUV, la vigilanza bancaria era infatti principalmente responsabilità delle autorità di vigilanza nazionali. Il MUV prevede che la BCE assuma un ruolo centrale nella vigilanza diretta delle principali banche della zona euro, collaborando strettamente con le autorità di vigilanza nazionali per monitorare e valutare la stabilità finanziaria delle banche. Il MUV si concentra principalmente sulle cosiddette “banche significative”, cioè le banche che svolgono un ruolo rilevante nell'economia della zona euro. La BCE è responsabile della vigilanza diretta di queste banche, ciononostante, resta una stretta collaborazione con le autorità di vigilanza nazionale, la quale è essenziale per una comprensione approfondita delle condizioni locali e per garantire un approccio armonizzato alla vigilanza. Nel caso in cui una banca presenti gravi problemi finanziari o sia a rischio di fallimento, il MUV prevede procedure specifiche per la gestione di queste situazioni, questo può includere l'imposizione di misure correttive o la risoluzione della banca in questione. Il MUV è strettamente collegato al Meccanismo Unico di Risoluzione (MRU), che è un altro pilastro dell'Unione Bancaria. Il coordinamento tra MUV e MRU è progettato per garantire una risposta coerente e coordinata a situazioni di crisi bancaria come quella che ha dato ragione alla creazione del regolamento. La BCE, nell'ambito del MUV, presenta relazioni regolari sullo stato di vigilanza bancaria al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo e alla Commissione Europea. Questo contribuisce a garantire la trasparenza e la responsabilità nella gestione del MUV.

Il MUV è un elemento chiave nell'approccio più ampio dell'Unione Europea alla gestione e alla prevenzione delle crisi finanziarie, fornendo un quadro integrato per la vigilanza prudenziale delle banche nella zona euro.

Nello svolgimento dei propri compiti di vigilanza la BCE applica il diritto bancario europeo, in particolare la direttiva e il regolamento sui requisiti patrimoniali. Tali atti giuridici stabiliscono le regole che le banche devono rispettare, ad esempio in materia di capitale, gestione dei rischi o governance, e definiscono i rispettivi poteri delle autorità di vigilanza. Sono inoltre integrati da norme tecniche dettagliate predisposte dall'Autorità bancaria europea³.

La Banca Centrale Europea è infine sottoposta per la propria attività al controllo giurisdizionale della Corte di giustizia nelle forme ordinarie previste dal TFUE ed è inoltre sottoposta a forme di controllo giurisdizionale specifiche in tema di responsabilità extracontrattuale, dovendo la BCE rispondere direttamente dei danni eventualmente cagionati, elemento che ne accentua l'indipendenza anche dal punto di vista finanziario⁴.

1.b Analisi della UEM e dell'indipendenza nella Politica Monetaria

Approfondiamo adesso alcuni temi cruciali che sono stati richiamati ma non sufficientemente approfonditi finora.

Innanzitutto, merita analizzare le ragioni politiche ed economiche che hanno portato all'unificazione monetaria all'interno del contesto europeo. La UEM (Unione Economica e Monetaria) è il risultato di un'integrazione economica graduale e pertanto non è fine a sé stessa. È stata concepita per promuovere una crescita economica sostenibile e un alto livello di occupazione attraverso idonee politiche economiche e monetarie. Ciò include tre ambiti principali: i) attuare una politica monetaria avente per fine la stabilità dei prezzi; ii) evitare possibili effetti di ricaduta dovuti a finanze pubbliche non sostenibili, prevenire la comparsa di squilibri macroeconomici negli Stati membri e coordinare in una certa misura le politiche economiche di questi; iii) assicurare la garanzia del buon funzionamento del mercato interno.⁵ Da questa definizione degli obiettivi prefissati dalla UEM si comprende subito come, sulla base

³<https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/ecblegal/html/index.it.html>

⁴ Daniele, Luigi. Diritto dell'Unione Europea. P.108

⁵Note tematiche sull'Unione Europea del Parlamento Europeo.

della legittimazione giuridica offerta dai Trattati (TFUE e TUE) e dai protocolli allegati agli stessi (protocolli numero 4, 12 14 e 16), si sia cercato il più possibile di armonizzare il contesto economico europeo in un fronte unico, seguendo l'idea che mantenendo una stabilità comune e delle reciproche politiche sostenibili ogni Stato ne avrebbe giovato reciprocamente.

L'obiettivo dell'Unione Economica e Monetaria viene definito per la prima volta durante il vertice Aia del 1969, il Primo Ministro lussemburghese Pierre Werner insieme ad un gruppo di studiosi elabora una relazione volta alla realizzazione dell'Unione seguendo un lungo e graduale processo di integrazione suddiviso in dieci tappe, con obiettivo finale la piena liberalizzazione dei movimenti di capitali, la convertibilità totale delle valute negli Stati membri e la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio. L'instabilità susseguitasi nel periodo successivo, dovuta al crollo del sistema Bretton Woods ed alle crisi petrolifere, ha però frenato bruscamente la proposta, ricedendola per molti anni alla stregua di una valida idea non realizzabile⁶. Successivamente un importante capitolo nella ricerca della stabilità monetaria inizia a prendere forma al vertice di Bruxelles nel 1978. Dove viene stipulato un accordo, noto come Sistema Monetario Europeo (SME), che presenta un'idea innovativa: tassi di cambio fissi, ma con una dose di flessibilità. Nel contesto dello SME, tutti gli Stati membri, ad eccezione del Regno Unito all'epoca parte dell'Unione Europea, si uniscono al meccanismo dei tassi di cambio, chiamato ERM I. Il cuore pulsante di questo sistema è rappresentato dall'ECU, l'Unità Monetaria Europea, che è una media ponderata delle valute partecipanti, sulla base della quale si sviluppano i tassi di cambio. Questo approccio introduce una griglia di tassi bilaterali, generata a partire dai tassi centrali espressi in ECU. È importante notare che le fluttuazioni valutarie erano tenute sotto controllo e limitate entro un modesto margine del 2,25% rispetto ai tassi bilaterali, con un'eccezione per la Lira italiana che concedeva un margine più generoso del 6%. Nei dieci anni successivi, lo SME si dimostra un alleato prezioso nella riduzione della variabilità dei tassi di cambio, questo successo è il risultato di una combinazione di flessibilità nel sistema e di un forte impegno politico a raggiungere

⁶ Krauskopf, B., Steven, C. *The Institutional Framework of the European System of Central Banks: Legal Issues in the Practice of the First Ten Years of its Existence.*

una convergenza economica. La stabilità monetaria divenne così il suo marchio di fabbrica.⁷Nel 1993, tuttavia, diverse valute europee furono oggetto di attacchi speculativi, che portarono a un cambiamento significativo, tale che i margini di fluttuazione, precedentemente ristretti, furono estesi al 15%. Con l'adozione del programma sul mercato unico diviene sempre più chiaro che il potenziale del mercato interno europeo non potrà mai mostrarsi pienamente finché continuano a persistere dei costi di transazione alti connessi alla conversione delle valute ed alle incertezze dovute alle fluttuazioni del tasso di cambio. Si arriva quindi alla conclusione che per introdurre concretamente la UEM è necessario coordinare meglio le politiche economiche, stabilire norme fiscali volte a fissare limiti per i disavanzi dei bilanci nazionali e creare una nuova istituzione indipendente responsabile della politica monetaria dell'Unione: appunto la Banca Centrale Europea.⁸ Sulla base di questo assunto il Consiglio europeo convoca una conferenza per individuare le modifiche necessarie al trattato per conseguire la UEM dando il via alla prima fase, la liberalizzazione dei movimenti di capitali. I lavori della conferenza sfociano poi nel TUE, sancendo così le tre fasi che porteranno allo sviluppo dell'Unione Economica Monetaria, in particolare la prima fase: (dal 1° luglio 1990 al 31 dicembre 1993)consiste come detto nell'introduzione della libera circolazione dei capitali tra gli Stati membri; la seconda fase: (dal 1° gennaio 1994 al 31 dicembre 1998) prevede la convergenza delle politiche economiche degli Stati membri e il rafforzamento della cooperazione fra le banche centrali degli Stati membri. Il coordinamento delle politiche monetarie viene istituzionalizzato con la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME), incaricato di rafforzare la cooperazione fra le banche centrali nazionali e compiere i preparativi necessari per l'introduzione della moneta unica. Questa fase prevede come obiettivo che le banche centrali nazionali diventino indipendenti; la terza fase infine (iniziata il 1° gennaio 1999) richiede l'attuazione di una politica monetaria comune sotto l'egida dell'Eurosistema sin dal primo giorno e la progressiva introduzione delle banconote e monete in euro in tutti gli Stati membri della zona euro. La transizione alla terza fase è subordinata al conseguimento di un elevato livello di

⁷ Heine, Michael, Hansjorg, Her. *The European Central Bank*.

⁸ MOAVERO MILANESI, E. *Spunti con riguardo al dibattito per riformare le regole dell'unione economica e monetaria europea*, College of Europe, Bruges - Luiss Guido Carli, 2022

convergenza duratura definito sulla base di un certo numero di criteri stabiliti dai trattati. Le norme di bilancio devono diventare vincolanti e ogni Stato membro che non le rispetti può incorrere in sanzioni. La politica monetaria per la zona euro è affidata all'Eurosistema, composto da sei membri del comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali della zona euro.⁹

Analizzate le ragioni che hanno dato vita alla UEM, e il processo storico che ha portato alla sua realizzazione, è necessario soffermarsi sull'indipendenza e sul vincolo di mandato della BCE, responsabile della sua attuazione.

Nelle negoziazioni che hanno portato al Trattato di Maastricht il dibattito chiave sulla struttura istituzionale e i poteri decisionali della futura BCE riguardava il grado di indipendenza della Banca Centrale dall'influenza politica. Più precisamente ci si chiedeva se gli Stati membri dovessero avere una qualche influenza o autorità sulle decisioni politiche assunte dalla Banca, e inoltre, quale avrebbe dovuto essere il rapporto di questa con autorità esterne quali associazioni bancarie, associazioni d'affari o i sindacati. L'idea di una Banca fortemente indipendente fu sostenuta dalla Germania e dal Comitato Delors, i quali basavano la loro idea partendo da studi empirici i quali dimostravano come i paesi con banche centrali indipendenti raggiungevano tassi di inflazione notevolmente più bassi. Inoltre, vi erano anche motivi tecnici a sostegno quali il fatto che la formulazione di politiche da parte di una banca centrale indipendente può essere più diretta e reattiva alle esigenze a breve termine dell'economia, evadendo ritardi altrimenti inevitabili o ritardi decisionali esistente in un normale processo politico. Infine, si ha la sicurezza che una banca centrale rimarrà coerente nell'orientamento della sua politica monetaria.

Si può così immaginare una banca centrale indipendente come un ramo separato del governo, in grado di controllare politiche potenzialmente dannose provenienti dagli altri rami dello stesso. Così, infatti, opera la Bundesbank nello Stato tedesco, potendo agire con meccanismi di controllo ove le azioni del governo federale minaccino la stabilità dei prezzi. Allo stesso modo la BCE si incarica di ammonire i governi dell'Eurozona ove la spesa non sia abbastanza contenuta da rispettare i limiti del Patto

⁹ Malatesta, Alberto. *La Banca centrale europea: gli aspetti istituzionali della Banca centrale della comunità europea*.

di Stabilità e Crescita. L'erogazione di denaro, inoltre, può essere astrattamente contenuta entro un tetto limite solo se la BCE agisce come un contrappeso economico e politico indipendente alle propensioni di spesa del governo.

L'indipendenza della Banca Centrale può poi considerarsi indicatore di forte credibilità della sua politica monetaria. Una banca con forte reputazione antinflazionistica può resistere alle pressioni politiche volte a riformare la sua struttura legale e il suo statuto in modo tale da minacciare poi in futuro la stabilità dei prezzi. Inoltre, la credibilità può far risultare più affidabili a livello reputazionale i suoi esponenti, garantendo un maggior affidamento nelle decisioni prese e negli impegni da loro assunti durante il mandato. Un'istituzione come una banca centrale può essere considerata credibile solo se è disposta a far sì che il governo, il pubblico e l'economia sopportino i costi delle sue decisioni. La teoria proposta porta con sé però anche alcuni aspetti su cui è necessario riflettere, una banca indipendente non può infatti essere ritenuta responsabile in modo democratico per le sue azioni politicamente sensibili.¹⁰ Ci si chiede allora chi vada ritenuto responsabile degli effetti sull'occupazione creati dalla politica monetaria della BCE: la banca o i governi della zona euro? Per molti la Banca Centrale dovrebbe essere ritenuta responsabile nei confronti dei cittadini per le loro azioni, altri però continuano a sostenere che questa sia al di fuori del controllo di legittimità e dal monitoraggio delle istituzioni democratiche. “Sebbene riconosciamo che responsabilità e indipendenza possono essere collegate tramite la quantificazione degli obiettivi monetari, non accettiamo appieno l'idea che la semplice pubblicazione degli obiettivi monetari soddisfi pienamente lo standard di responsabilità” (Jabko, 2003). In particolare, viene evidenziata forte preoccupazione per la mancanza di un controllo parlamentare formale durante il processo decisionale della BCE, accusando la mancanza di trasparenza e la segretezza delle decisioni come un pericolo. Per questi autori (in particolare Berman e McNamara), solo i funzionari eletti dovrebbero avere il potere di assumere certe decisioni, destando preoccupazioni per la straordinaria forza del mandato politico e per l'indipendenza della BCE, per l'assenza di istituzioni che facciano da contrappeso e per la debolezza della responsabilità democratica. Se per molti la soluzione sta in una maggiore interconnessione tra BCE

¹⁰ Papadia, Francesco, Santini, Carlo. *La Banca centrale europea*.

e Parlamento Europeo, per altri anche questo scenario risulta ambiguo poiché quest'ultima istituzione non è da questi ben compresa o ben accolta. Per gli autori francesi, ad esempio, la dinamica sarebbe risolvibile solo tramite l'istituzione di un contrappeso politico più forte e visibile, l'equivalente del Segretario del Tesoro americano. Il dibattito sembra essere ancora oggi acceso, sicuramente però la capacità di rendere il pubblico consapevole delle scelte e dei benefici arrecati, influenzando il comportamento di imprese e lavoratori gioca un ruolo fondamentale nel contesto di legittimità appena richiamato. Diventando più prevedibili le banche centrali possono contribuire a rendere più facilmente prevedibili le reazioni dei mercati ai cambiamenti dei tassi di interesse, il che rende la politica monetaria più efficace, oltre al fatto che ove vengono commessi errori sia necessario essere onesti con il pubblico, in modo da non suscitare attriti legati alla poca trasparenza.¹¹ Il Trattato sull'Unione Europea integra il notevole grado di indipendenza istituzionale concesso alla BCE attraverso ampie disposizioni su trasparenza e responsabilità, gli articoli dal 253 al 256 del TFUE obbligano la Commissione Europea a fornire ampia giustificazione delle proprie azioni, a pubblicare documenti e studi e a fornire accesso a documenti e simili, oltre alla possibilità di pubblicare raccomandazioni, pareri e decisioni. Le banche centrali nazionali del SEBC attualmente producono previsioni complete a intervalli semestrali, la BCE, invece, ha iniziato a pubblicare previsioni complete annuali nel dicembre 2000. La BCE pubblica anche il proprio Bollettino mensile che può essere utilizzato per fornire aggiornamenti sugli sviluppi delle politiche, mentre le conferenze stampa che seguono le riunioni del Consiglio direttivo possono essere utilizzate per annunciare cambiamenti delle politiche se la BCE ritiene che le sue previsioni e quelle delle banche centrali nazionali siano diventate troppo obsolete per essere utili. Tuttavia, molti autori ritengono che vi sia una notevole discrepanza su ciò che la BCE dovrebbe pubblicare (e con quale frequenza dovrebbe farlo) e quello che viene concretamente trasmesso. La maggior parte delle banche centrali pubblica solo una discussione di indicatori pubblicati e molto poche pubblicano disaccordi e registri di voto.¹²

¹¹ Natale, Antonio. *La politica monetaria della Banca Centrale Europea, Il suo ruolo e gli effetti nell'economia*;

¹² PINTO, J., COUTINHO DOS SANTOS, M. *Corporate Financing Choices after the 2007-2008 Financial Crisis*, 2021.

Per migliorare la trasparenza e soddisfare le richieste di molti osservatori, è necessario rendere disponibili molte più informazioni. Mayes (2000) e Issing (1999) evidenziano entrambi che l'informazione non sarà mai cristallina: alcune eventualità non saranno coperte e la politica monetaria tenderà sempre a essere più contingente rispetto ad altre politiche a causa delle caratteristiche del procedimento decisionale coinvolto. Come scrive Mayes (2000): “Nessuna banca centrale può impegnarsi a mantenere le attuali condizioni monetarie o a seguire un percorso esplicito in futuro, qualunque cosa accada. Può impegnarsi solo a seguire una strategia prestabilita”. Il timore per molti analisti dell'Unione Europea è quindi che l'UE abbia venduto la sua anima democratica in cambio della sicurezza che la BCE può offrire in un mondo di mercati finanziari globalizzati.

Nonostante le problematiche presentate, però, il modello di indipendenza scelto sembra essere il più efficace e ragionevole per arrivare agli obiettivi, già di per sé impegnativi, prefissati dall'UE in ambito economico. L'obiettivo stabilità dei prezzi in particolare, Grundnorm dell'ordinamento della BCE¹³, sembra perseguibile solo tramite un meccanismo che avvantaggia l'efficienza e la capacità di risposta, adeguandosi alle situazioni inaspettate, sacrificando in parte la trasparenza dato che le decisioni relative alla politica monetaria nell'Eurozona già portano con sé un'aura quasi extra governativa, bisogna accettare quindi dei limiti al ruolo che i cittadini, il governo e i gruppi di interesse dovrebbero avere nelle decisioni monetarie. La storia offre un doloroso monito a molti europei, in particolare ai tedeschi, riguardo ai pericoli per lo Stato se vi è troppo coinvolgimento “politico” nella politica monetaria. La BCE, dal canto suo, deve cercare di mantenere un delicato equilibrio tra l'indipendenza istituzionale completa e la responsabilità politica diretta. Quando la banca spinge verso uno dei due estremi dello spettro indipendenza-responsabilità, si scatena un conflitto all'interno dell'Eurozona. Ripristinare un equilibrio attento tra l'indipendenza assoluta e una stretta cooperazione con i governi dell'Eurozona sarà un compito continuo della Banca Centrale Europea.¹⁴

¹³ Così: Zilioli, C. e Selmayr, M. *La Banca centrale europea*, P.80.

¹⁴ BOTZEN, W. J. W., MAREY, P. S. *Did the ECB respond to the stock market before the crisis*, 2010

Allo stesso tempo, all'interno di un ordine democratico (in cui opera la BCE), deve rimanere un meccanismo di responsabilità verso tutte le istituzioni e agenzie governative e amministrative. Solo con un meccanismo di responsabilità democratica più solido l'Unione Europea può acquisire e mantenere la legittimità e la credibilità dei suoi membri.

Finita l'analisi sugli elementi a favore o sfavore dell'indipendenza andiamo a vedere come questa è stata realizzata dalle norme del trattato sotto un triplice profilo.¹⁵

Il primo ambito da analizzare è sicuramente l'indipendenza politica, suddivisibile ulteriormente secondo l'impostazione di Wooley in indipendenza politica in senso stretto e l'indipendenza funzionale. L'indipendenza politica in senso stretto si riferisce alla capacità di una banca centrale di scegliere autonomamente un percorso d'azione senza cedere alle pressioni altrui su quale dovrebbe essere tale azione. Nel secondo senso, l'indipendenza funzionale si riferisce alla capacità della banca centrale di perseguire i propri obiettivi senza subire l'influenza delle azioni altrui. L'indipendenza funzionale, come sostiene Woolley, generalmente non è caratteristica della politica monetaria, per i nostri scopi, quindi, ci concentreremo sull'indipendenza politica in senso stretto. L'indipendenza politica si riferisce alla competenza legale formale della BCE di scegliere autonomamente un percorso d'azione senza cedere alle pressioni aperte o nascoste di altri attori politici. Per quasi tutti i resoconti e il consenso universale tra gli analisti, l'indipendenza politica dovrebbe caratterizzare la politica monetaria della BCE. L'indipendenza della BCE è stata sancita nel Trattato di Maastricht. L'articolo 107 del Trattato afferma chiaramente che “né la BCE, né una banca centrale nazionale, né alcun membro dei loro organi decisionali possono cercare o ricevere istruzioni da istituzioni o organi comunitari, da qualsiasi governo di uno Stato membro o da qualsiasi altro organo”. La principale minaccia per l'indipendenza è astrattamente rappresentata dall'Eurogruppo, il corpo informale composto dai ministri delle finanze dei dodici paesi dell'euro. il concetto di Eurogruppo fu presentato come parte di un tentativo di limitare le misure di austerità imposte dai criteri di convergenza, che furono esplicitamente prolungati nella terza fase del progetto UEM

¹⁵ DE GUINDOS, L. Discorso presentando in commissione Affari economici del Parlamento europeo il rapporto annuale 2023 della BCE, 2023

dal Patto di stabilità e crescita. All'interno dell'Eurogruppo, vengono espresse le voci e le preoccupazioni dei governi nazionali riguardo alle politiche monetarie della BCE. Di conseguenza, la BCE ha subito varie pressioni politiche aperte da parte dei governi nazionali all'interno della zona euro per perseguire una determinata politica monetaria. Esemplificativamente il consiglio direttivo ha subito pressioni coordinate e attacchi alle sue politiche già nel marzo 1999. Insieme ad alcuni altri governi europei di sinistra, il governo socialista tedesco guidato da Gerhard Schröder aveva portato il tema dell'indipendenza politica al centro del dibattito. Ci fu infatti un aumento della volontà dei governi di utilizzare politiche fiscali e monetarie per stimolare la crescita e ridurre la disoccupazione. La stabilità dell'euro e la credibilità del Patto di stabilità e crescita vennero quindi in parte messe in pericolo da questo tipo di domande, in particolare dalla Germania, ma la BCE ha sempre risposto a queste pressioni in maniera adeguata. Fino ad oggi, infatti, la BCE non ha mai fatto marcia indietro su nessuna decisione importante che ha preso, che si tratti dei tassi di interesse, degli obiettivi, degli indicatori monetari o della segretezza. La BCE ha avuto quindi un battesimo del fuoco nei suoi primi anni di attività, ma per quanto riguarda l'indipendenza politica, è emersa principalmente indenne e concentrata sul suo mandato di stabilità dei prezzi.

L'indipendenza personale è un secondo fattore determinante cruciale dell'autonomia delle banche centrali ed è strettamente correlata all'indipendenza politica. Se i membri del consiglio direttivo della BCE fossero selezionati per motivi politici, ideologici e/o nazionali, bisognerebbe mettere in dubbio l'indipendenza complessiva della BCE nel perseguire il proprio mandato di stabilità dei prezzi senza vincoli nazionali o politici. I “decisori” della BCE dovranno assumere quindi un'identità transnazionale e agire nell'interesse dell'Europa anzitutto, anziché nell'interesse nazionale. Se si percepisse anche la minima tendenza nazionale nelle decisioni della BCE, la stessa identità della banca centrale sarebbe messa in pericolo sotto il profilo della sua credibilità.

A livello istituzionale e personale, la BCE è un ibrido di transnazionalismo e intergovernamentalismo. I due organi chiave nella BCE sono il consiglio direttivo, composto da un presidente, un vicepresidente e quattro membri aggiuntivi, ognuno nominato per otto anni e senza possibilità di rielezione; e un consiglio direttivo, che comprende il consiglio direttivo e i governatori delle banche centrali nazionali dei dodici membri dell'euro. I governatori delle banche centrali nazionali hanno inoltre,

come minimo, contratti quinquennali per garantire una certa continuità nel consiglio. Il consiglio direttivo è nominato di comune accordo tra i leader politici dell'Unione europea, dopo aver consultato il Parlamento europeo e i banchieri centrali nazionali, questo rappresenta chiaramente la parte transnazionale europea della BCE ed è visto come il principale articolatore delle politiche europee della banca. Anche se interessati a sostenere il mandato europeo di stabilità dei prezzi della BCE, i governatori delle banche centrali nazionali rappresenteranno inevitabilmente le preoccupazioni dei rispettivi paesi, pertanto, porteranno senza dubbio una voce intergovernativa nelle deliberazioni della BCE.

Una delle ragioni più importanti per cui dovremmo aspettarci comunque una voce generalmente unita all'interno del consiglio direttivo della BCE sulla politica dell'euro è dovuta alla “cultura economica” predominante tra i suoi membri (Kaltenthaler 1999). La cultura economica può essere vista come le percezioni sociali che strutturano la politica macroeconomica. Sulla base della composizione del consiglio direttivo e della maggior parte dei governatori delle banche centrali nazionali, si può sostenere che la cultura economica della BCE è basata su un forte interesse per la rettitudine fiscale e una politica macroeconomica deflazionistica finalizzata alla stabilità dei prezzi. I membri del consiglio direttivo sono ciò che la maggior parte degli analisti descriverebbe come sostenitori dei benefici di una banca centrale indipendente; quasi tutti i membri hanno forti credenziali antinflazionistiche e credono che la salvaguardia del valore dell'euro e il mantenimento della stabilità dei prezzi siano le condizioni preliminari per una solida economia europea. Troppa inflazione, anche a un tasso annuale del 2-3 per cento, è vista infatti come un cancro che può distruggere l'economia europea nel lungo termine.

In altre parole, non possono esserci compromessi a breve termine tra un po' più di inflazione e un po' meno di disoccupazione. La politica macroeconomica ispirata a Keynes non trova quasi alcun sostegno nel consiglio direttivo della BCE e, in gran parte, nei governatori delle banche centrali nazionali. Oggi più che mai ne abbiamo la conferma.¹⁶

¹⁶ VALLI, M., DE CARVALHO, F. A. *Fiscal and Monetary Policy Interaction: a Simulation Based Analysis of a Two-country New Keynesian DSGE Model with Heterogeneous Households*, 2010

Il terzo e ultimo aspetto importante che determina il livello e il grado di indipendenza delle banche centrali è la loro indipendenza finanziaria sia dal finanziamento obbligatorio dei debiti pubblici (interno) sia dagli accordi o dalle obbligazioni dei tassi di cambio (esterno), come quelli esistenti in base al sistema di Bretton Woods e più recentemente all'interno del sistema monetario europeo (SME). Per quanto riguarda il finanziamento pubblico, un governo può esercitare influenza e limitare la discrezione dei banchieri centrali se esiste la possibilità che il governo possa finanziare le proprie spese direttamente o indirettamente tramite crediti della banca centrale. Se esistono meccanismi di finanziamento del genere, la politica monetaria è necessariamente subordinata al diktat della politica fiscale.

Attualmente, la BCE non è direttamente subordinata alle esigenze fiscali degli Stati membri, ma nel periodo della recente crisi affrontata dagli Stati membri questo orientamento è stato fortemente messo in dubbio, facendo dubitare alcuni dell'effettiva indipendenza fiscale della Banca Centrale, tema che esamineremo successivamente nel dettaglio. L'aspetto più importante di questa tematica è rappresentato dai vincoli finanziari legati alle esigenze di intervento, dagli impegni istituzionali e dalle pressioni sui tassi di interesse legati ai meccanismi di cambio. In particolare, vi è il rischio di dover sacrificare una parte di autonomia in cambio di una stabilità dei tassi di cambio rispetto alle altre valute. Accordi informali sui tassi di cambio possono essere negoziati dal Consiglio sotto il principio di stabilire un "orientamento generale" della politica dei tassi di cambio, a patto però che questo non vada a pregiudicare l'obiettivo primario della BCE "di mantenere la stabilità dei prezzi".

Ciò suggerisce che la BCE avrebbe il diritto di respingere tali orientamenti ove questo obiettivo fosse messo in discussione. Ciononostante, essendo la BCE vincolata a mantenere stabili i tassi di cambio, potrebbe essere costretta a intervenire automaticamente nei mercati del cambio o potrebbe trovarsi sotto pressione nel perseguire una politica di tassi di interesse volta a garantire i corretti livelli dei tassi di cambio. In un sistema di tassi di cambio fluttuanti, questo vincolo non vi è, e la banca centrale può perseguire una politica mirata solo alle questioni domestiche. Tuttavia, in un sistema di tassi di cambio fluttuanti controllati, come quello che esiste nel sistema monetario internazionale, la BCE potrebbe trovarsi in una situazione in cui è costretta a comprare e vendere valuta straniera o a perseguire una politica dei tassi di interesse

al fine di soddisfare un qualche impegno esterno sui tassi di cambio. Sebbene attualmente non esista alcun accordo sui tassi di cambio tra l'euro e il dollaro, ma un regime di tassi flessibili in cui i mercati determinano il valore in base all'offerta e la domanda, gli impegni esterni sui tassi di cambio potrebbero circoscrivere l'indipendenza finanziaria della BCE.¹⁷

L'ultimo punto in analisi di questo paragrafo è il vincolo di mandato dell'Unione Europea, fin qui più volte richiamato e previsto dall'articolo 127 del TFUE, secondo cui, ancora, la BCE fa della stabilità dei prezzi il suo obiettivo centrale, in primo piano rispetto ad ogni altro. L'obiettivo della "stabilità dei prezzi" è un concetto centrale nella politica monetaria e nel mandato di molte banche centrali di tutto il mondo, si riferisce all'obiettivo di mantenere l'inflazione a un livello stabile e moderato all'interno di un'economia. Un tasso moderato di inflazione può essere sano per un'economia, poiché incoraggia la spesa e gli investimenti, ma l'obiettivo è quello di evitare l'iperinflazione (aumenti dei prezzi fuori controllo) e la deflazione (diminuzione dei prezzi), poiché entrambe possono avere conseguenze negative sull'economia.

L'obiettivo di stabilità dei prezzi è importante per diverse ragioni: mantenere l'inflazione a un livello moderato protegge il potere d'acquisto della moneta e delle risorse finanziarie delle persone, significa che i cittadini possono pianificare meglio le loro finanze, gli investimenti e i risparmi.

Una bassa e stabile inflazione contribuisce alla stabilità economica, poiché le fluttuazioni dei prezzi possono rendere difficile per le imprese pianificare e per i consumatori gestire il loro budget.

Gli obiettivi di stabilità dei prezzi creano inoltre un ambiente economico favorevole alla produzione e agli investimenti, poiché le aziende sanno che i loro costi e prezzi rimarranno relativamente stabili.

L'iperinflazione può causare caos economico, mentre la deflazione può portare a una contrazione economica e a una crescita stagnante. Mantenere l'inflazione moderata aiuta a prevenire tali conseguenze.

¹⁷ Bin, Roberto. *L'indipendenza delle banche centrali come principio costituzionale*.

La chiara comunicazione dell'impegno di una banca centrale per la stabilità dei prezzi contribuisce poi a creare fiducia nei mercati finanziari e nelle decisioni di politica monetaria.

Le banche centrali utilizzano una serie di strumenti di politica monetaria per perseguire l'obiettivo di stabilità dei prezzi, innanzitutto possono aumentare o abbassare i tassi di interesse di riferimento per influenzare i livelli di spesa e investimento nella società. L'abbassamento dei tassi di interesse può incoraggiare la spesa, mentre l'aumento dei tassi può frenare l'inflazione, come recentemente sta dando atto la Banca Centrale tenendo tassi di interesse a livelli molto elevati per raggiungere l'obiettivo. Le banche centrali possono poi acquistare o vendere titoli di stato per influenzare la quantità di denaro in circolazione, questo può influire sulle condizioni di prestito e sulla liquidità del sistema bancario. Le banche centrali, infine, comunicano le loro intenzioni e i loro obiettivi in modo chiaro, in modo che i mercati e il pubblico possano anticipare le future azioni di politica monetaria, garantendo così la correttezza informativa e la fiducia nei confronti delle decisioni prese, nonché dando modo agli operatori sul mercato di adeguarsi agli sviluppi imminenti.

Alcuni autori si sono mostrati critici nei confronti della BCE per aver perseguito in maniera eccessivamente rigorosa l'obiettivo, lasciando come fanalino di coda altri importanti fattori come l'occupazione nell'ambito della politica economica e di aver trascurato poi completamente gli obiettivi di politica sociale. Giuseppe Guarino, ad esempio, ha criticato l'atteggiamento che la Banca Centrale ha assunto nei confronti degli Stati membri, di eccessivo distacco e freddezza per favorire la stabilità, non offrendo ausilio, come per lui dovrebbe, agli indirizzi politici ed alle esigenze di sviluppo del singolo Stato. Roberto Bin ha invece criticato direttamente la scelta di vincolare la BCE a mettere al primo posto la stabilità dei prezzi così come risulta dal Trattato e dai protocolli, attaccando apertamente l'impostazione assunta sin dal principio nella stipula degli accordi e non tanto l'operato effettivo della BCE che risulta per lui avere "le mani legate". In particolare, per Bin "Trattare i lavoratori e la loro retribuzione come una variabile dipendente dall'andamento dei prezzi e liberamente determinata in campo europeo, secondo i principi dell'osmosi, è un programma politico agghiacciante, ammantato da una pellicola di neutralità scientifica", egli sostiene che la scelta di affidare un programma del genere ad un

organismo indipendente e svincolato dalla politica sia stata fatta appositamente per ridurre il rischio che gli elettori interferissero con l'obiettivo, preferendo una maggior inflazione alla riduzione delle loro entrate.

Per quanto queste argomentazioni non siano prive di rilevanza un adeguato livello di inflazione, e quindi le scelte che ne derivano per il suo perseguimento, deve considerarsi come cruciale e interconnesso ad ognuno degli ulteriori obiettivi richiamati. Senza un controllo all'inflazione il rischio, sperimentato più che mai negli ultimi tempi, è quello di sentirsi proprietari di una ricchezza solo apparente e di ritrovarsi in una forte condizione di incertezza legata alle oscillazioni del mercato per l'instabilità della moneta. L'inflazione, infatti, riduce la quantità di beni acquistabili a fronte di un determinato importo o, in altri termini, provoca una perdita di valore oppure una riduzione del potere d'acquisto della moneta.

Quest'ultima osservazione conduce a un altro principio economico importante, ovvero alla differenza fra variabili nominali e reali. Le prime sono misurate a prezzi correnti e, modificandosi di solito al variare del livello dei prezzi e di conseguenza dell'inflazione, non sono depurate degli effetti di quest'ultima. Le seconde, ad esempio il reddito o i salari in termini reali, sono invece al netto degli effetti dell'inflazione. Si ipotizzi che, in termini nominali ossia monetari, il salario di un lavoratore cresca del 3% all'anno e che di conseguenza salga da 2.000 a 2.060 euro su base mensile. Se nello stesso anno il livello generale dei prezzi registra un incremento dell'1,5%, equivalente a un tasso di inflazione annuo dell'1,5%, l'aumento del salario in termini reali sarà pari a $((103/101,5) - 1) \times 100 \approx 1,48\%$, vale a dire a circa il $3\% - 1,5\% = 1,5\%$. Pertanto, più alto è il tasso di inflazione a fronte di un determinato aumento del salario nominale, minore sarà il quantitativo di beni che il lavoratore potrà acquistare. Questo banale esempio di scuola ci consente facilmente di intravedere l'interconnessione tra gli obiettivi europei profilati e perseguibili, senza stabilità ogni altro obiettivo sarà difficilmente perseguibile in maniera concreta e soprattutto stabile.

La stabilità dei prezzi ha numerosi vantaggi, tra cui la capacità di rendere più chiare le variazioni dei prezzi relativi dei beni, ossia i cambiamenti nei prezzi dei prodotti espressi in rapporto ad altri beni. In un contesto di prezzi stabili, se un particolare prodotto aumenta del 3%, i consumatori possono correttamente interpretare questo aumento come un aumento del suo prezzo relativo, aiutandoli a prendere decisioni

d'acquisto informate. Tuttavia, in un ambiente di inflazione elevata e instabile, risulta invece più difficile capire se e come è variato il prezzo relativo dello stesso prodotto. Il rincaro potrebbe di fatto nascondere una diminuzione del prezzo relativo e quindi rendere più opportuno l'acquisto di quantitativi relativamente superiori di un prodotto il cui prezzo è aumentato di “appena” il 3%.

Analogamente, in situazioni di deflazione generale, i consumatori potrebbero non riconoscere un ribasso di prezzo di un prodotto specifico come parte di un trend generale e potrebbero erroneamente acquistare quantità eccessive. La stabilità dei prezzi evita a imprese e consumatori di fraintendere le variazioni nei prezzi generali come cambiamenti nei prezzi relativi, consentendo loro di prendere decisioni di consumo e investimento più accurate.

L'incertezza sull'andamento futuro dell'inflazione può anche influenzare le decisioni delle imprese in materia di occupazione. Ad esempio, se un'impresa interpreta erroneamente un aumento del 5% dei prezzi dei propri beni come un calo dei prezzi relativi a causa di un'errata percezione dell'inflazione, potrebbe ridurre la sua capacità produttiva e licenziare dipendenti. Tuttavia, se i salari nominali dei dipendenti aumentano meno di quanto previsto a causa di un calo dell'inflazione, questa decisione si rivelerebbe errata, causando uno spreco di risorse.

Inoltre, l'inflazione può essere vista come una sorta di “imposta” sulla detenzione di liquidità. Aumentando i prezzi, chi detiene contante o depositi non remunerati vede diminuire il valore reale della sua liquidità, simile a una tassazione implicita. Pertanto, tassi di interesse nominali più elevati riducono la domanda di liquidità, anche in assenza di incertezze sull'inflazione.

Mantenere la stabilità dei prezzi aiuta anche a evitare problemi economici, sociali e politici legati alla redistribuzione arbitraria di ricchezza e reddito durante episodi di inflazione e deflazione. Questo è particolarmente importante per le fasce di popolazione che hanno difficoltà a proteggere il valore reale dei loro crediti nominali. La stabilità dei prezzi favorisce la coesione e la stabilità sociale, poiché riduce gli impatti negativi sugli individui meno abbienti. A titolo di esempio, in caso di aumento inatteso dell'inflazione, chi detiene crediti nominali, ad esempio sotto forma di contratti salariali sul più lungo periodo, depositi bancari o titoli di Stato, vede scendere il valore reale degli stessi. La ricchezza si trasferisce pertanto in maniera arbitraria dai

prestatori, o risparmiatori, verso i prenditori, in quanto il denaro con cui il prestito finisce con l'essere rimborsato consente di acquistare quantitativi di beni inferiori rispetto a quelli attesi al momento della concessione dello stesso.

Di fronte a queste situazioni chi dispone di minore copertura economica è sicuramente più esposto a rischi dovuti all'inflazione.

Infine, improvvisi cambiamenti nell'inflazione possono mettere a rischio la solidità dei bilanci bancari. Ad esempio, un aumento improvviso dell'inflazione può ridurre il valore delle attività delle banche in termini reali, portando a problemi di solvibilità, la stabilità dei prezzi contribuisce a proteggere la stabilità finanziaria evitando tali shock inflazionistici o deflazionistici.¹⁸.

Questi sono alcuni tra i principali argomenti che inducono a dover considerare la stabilità dei prezzi come fondamentale per il perseguirsi di ogni altro obiettivo, soprattutto in un contesto di mercato unico europeo, dove il raccordo tra diversi contesti statali appare ancor più difficile e bisognoso di una sua stabilità per assottigliare le incertezze e le disparità legate alle singole politiche statali ed alle condizioni economiche peculiari riscontrabili in ogni membro dell'Unione.

1.c La BCE e il sistema europeo di supervisione finanziaria: profili giuridici e competenze

In base all'articolo 284 paragrafo 3 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea la BCE ha l'obbligo di rendere conto del proprio operato principalmente al Parlamento europeo, che rappresenta gli interessi dei cittadini europei. Inoltre, è tenuta a riferire regolarmente al Consiglio dell'UE, che rappresenta i governi di tutti gli Stati membri dell'UE. Questo regime è riflesso anche nello Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC)¹⁹.

¹⁸ Banca centrale europea. *La stabilità dei prezzi perché è importante per te*.

¹⁹ Banca centrale europea (BCE). *Note tematiche sull'Unione europea*. Presentato al parlamento europeo
04/04/2020.

La crisi economica esplosa negli Stati Uniti nel 2008 ha scosso gli status quo economici e finanziari di gran parte del mondo. A seguito di questo evento, per scongiurare l'ipotesi di una nuova crisi finanziaria nell'eurozona, la governance europea iniziò prontamente un processo volto alla creazione di un sistema di vigilanza finanziaria comune, il fine ultimo era quello di ridurre le divergenze tra i singoli sistemi di vigilanza nazionale, considerate tra le cause scatenanti della crisi finanziaria nel vecchio continente. La crisi finanziaria in Europa, infatti, ebbe un impatto maggiore nell'economia reale rispetto al resto del mondo, in quanto l'economia europea è prevalentemente caratterizzata dal bancocentrismo.²⁰

Così il Consiglio europeo incaricò la Commissione di preparare proposte concrete per l'istituzione del SEVIF e nel 2010 con il regolamento (UE) n.1093/2010, venne istituita l'Autorità bancaria europea; con regolamento (UE) n.1094/2010 si istituì poi l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali; con il regolamento (UE) n.1095/2010 venne istituita l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e, infine, con il regolamento (UE)n.1092/2010 si istituì il Comitato europeo per il rischio sistemico. Ciò che si intendeva perseguire con l'istituzione del SEVIF era la tutela della categoria debole del mercato, i consumatori, nonché mitigare le asimmetrie informative e ristabilire la fiducia attraverso la condivisione della vigilanza nel mercato unico europeo.²¹

Il sistema di vigilanza europea opera su due grandi aree:

- **Vigilanza macroprudenziale:** pone la sua attenzione verso i mercati finanziari nella loro generalità ed è volta ad individuare fattori di rischio sistemici dannosi per l'economia che possano portare a gravi perdite di prodotto globale. Gli organi competenti sono il CERS (Comitato europeo per il rischio sistemico) e la BCE.

²⁰ Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria - *Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP)*.

BANCA D'ITALIA – “recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale metodo dei rating interni per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito” pag. 3

BANCA D'ITALIA. *Guida per l'attività di vigilanza, Vigilanza Bancaria e Finanziaria Servizio Regolamentazione e Analisi macroprudenziale*. Circolare n. 269 del 7/5/2008. pag. 99

²¹ Banca d'Italia, vigilanza bancaria e finanziaria. Documento per la consultazione, il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione e provvedimento della banca d'Italia “il bilancio degli intermediari IFRS diversi dagli intermediari bancari.” circolare n. 262 Pag. 2.

Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea 3. *Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari*. 6/2011 pag. 3

• **Vigilanza microprudenziale:** pone la sua attenzione verso la corretta gestione di tutti gli intermediari finanziari al fine di tutelare i consumatori. Gli organi competenti sono l'EBA, ESMA, EIOPA che lavorano in stretta collaborazione con le autorità nazionali. Le tre autorità elaborano delle norme guida in materia di vigilanza e standard normativi i cui destinatari sono le autorità di vigilanza nazionale e, talvolta, i singoli istituti.

Le soluzioni implementate successivamente alla crisi si sono dimostrate efficaci, poiché hanno notevolmente potenziato la solidità delle istituzioni bancarie e la loro trasparenza. In particolare, la regolamentazione ha perseguito tre obiettivi principali:

1. Assicurare la stabilità delle banche e del sistema nel suo complesso.
2. Migliorare l'efficienza nell'allocazione e nelle operazioni degli intermediari all'interno dei mercati.
3. Garantire trasparenza e correttezza nel comportamento degli intermediari.

Per raggiungere tali obiettivi, è stato stabilito che le banche dovessero detenere una maggiore quantità e qualità di capitale, insieme a livelli di liquidità più elevati e metodologie più complete ed efficaci per calcolare la rischiosità degli asset. Si sono create condizioni di parità tra tutte le banche dell'area euro e sono state armonizzate le riserve di capitale tra le banche dell'eurozona, del Regno Unito e degli Stati Uniti. Inoltre, sono state introdotte regole per imporre limiti massimi alla concentrazione, al fine di diversificare il più possibile i rischi.

Infine, sono state standardizzate le procedure attraverso le quali le banche valutano il rischio. Le misure adottate dopo l'istituzione del SEVIF sono risultate cruciali anche per ripristinare la fiducia nel sistema economico e finanziario, contrastando così l'aumento generalizzato del rischio. L'istituzione del SEVIF si è rivelata fondamentale anche per sostenere gli impulsi di politica monetaria della BCE, poiché un sistema bancario poco uniforme ostacolerebbe la corretta trasmissione di tali impulsi, che si sono dimostrati armi estremamente efficaci contro la crisi. La nuova architettura prevede quindi la cooperazione delle autorità di vigilanza nazionali (in Italia: Banca d'Italia, IVASS, COVIP e CONSOB,) con le loro corrispettive europee, oltre che la distinzione tra vigilanza macroprudenziale e microprudenziale.²²

²² Banca dei Regolamenti Internazionali, Riforme del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

Di seguito, si procederà all'analisi delle singole autorità sopracitate, tutte insieme formano il Sistema di Vigilanza Finanziaria Europea (SEVIF).

European Banking Authorities (EBA): Questa è l'istituzione europea incaricata di garantire una regolamentazione e vigilanza efficace nel settore bancario comunitario. Gli obiettivi primari sono mantenere la stabilità finanziaria nell'Unione Europea e tutelare l'integrità, l'efficienza e il corretto funzionamento del settore bancario. La finalità ultima dell'EBA è creare un insieme unico e armonizzato di norme prudenziali per le istituzioni finanziarie europee. Per raggiungere questo obiettivo, l'EBA emana standard tecnici vincolanti, linee guida, raccomandazioni e pareri che devono essere adottati dagli istituti finanziari. L'EBA collabora con la Banca Centrale Europea e le banche centrali degli Stati membri per valutare i rischi e le vulnerabilità del settore bancario dell'UE. Utilizza gli stress test obbligatori per valutare la resilienza delle banche di maggiori dimensioni vigilate dalla BCE.

Altre responsabilità dell'EBA includono:

- Indagare su presunte violazioni o applicazioni insufficienti del diritto europeo da parte delle autorità nazionali.
- Assumere decisioni sull'aumento del capitale delle banche.
- Mediare nelle controversie tra autorità di vigilanza transfrontaliere.
- Vietare alcune attività, soprattutto quelle innovative, per proteggere i consumatori e garantire l'integrità dei mercati.

L'EBA collabora strettamente con le autorità nazionali attraverso gruppi di lavoro tecnici. L'autorità è rappresentata esternamente dal presidente, che coordina i lavori, e dal direttore esecutivo, responsabile di preparare le riunioni del consiglio di amministrazione. Gli organi direttivi dell'EBA sono il Board of Supervisors (BoS) e il Consiglio di amministrazione.

Bank for International Settlements - The Internal Ratings-Based Approach, Supporting Document to the New Basel Capital Accord. Bankingsupervision.europa.eu. L'unione bancaria. Barbagallo C., Fintech. *Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*. Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa Convegno Invernale 2019. Pag. 2

Bofondi M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi* Banca d'Italia-questioni di economia e finanza (occasional paper),3/2017. Pag. 17

European Insurance and Occupational Pension Authorities (EIOPA): L'EIOPA ha il compito di promuovere un solido quadro normativo e una supervisione coerente nei settori assicurativi e previdenziali in Europa. L'obiettivo finale è proteggere i diritti degli assicurati, dei membri dei regimi pensionistici e dei beneficiari, instillando fiducia nei settori assicurativi e previdenziali dell'UE. Altri obiettivi includono garantire una regolamentazione e una vigilanza robuste, efficaci e coerenti, e rafforzare il controllo dei gruppi transfrontalieri.²³

Il Board of Supervisors e il Consiglio di amministrazione sono gli organi direttivi dell'EIOPA. Collabora strettamente con le autorità di vigilanza nazionali, come IVASS e COVIP in Italia.

European Security and Market Authorities (ESMA): L'ESMA mira a preservare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione europea, rafforzare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili. Valuta i rischi per gli investitori, i mercati e la stabilità finanziaria, completa un regolamento unico per i mercati finanziari dell'UE e promuove la convergenza della vigilanza. L'ESMA sorveglia anche le agenzie di rating. Gli organi direttivi sono il Board of Supervisors e il Consiglio di amministrazione.

European Systemic Risk Board (ESRB): Il CERS sorveglia il sistema finanziario dell'UE e cerca di prevenire o mitigare il rischio sistemico. Collabora strettamente con la BCE, ma le due entità sono distinte. Gli organi direttivi sono il General Board e il Comitato direttivo.

Il sistema di vigilanza finanziaria è stato istituito per garantire una maggiore coerenza e stabilità nel mercato finanziario europeo. Il SEVIF gioca un ruolo fondamentale nell'applicazione delle norme finanziarie negli Stati membri, promuovendo la stabilità finanziaria, la fiducia dei consumatori e la protezione degli stessi. Collabora inoltre con le ESAs per scambiare informazioni.

Un elemento chiave all'interno del SEVIF è l'Unione Bancaria, composta dal Single Supervisory Mechanism (SSM) e dal Single Resolution Mechanism (SRM). Il SSM è

²³Borsa Italiana, Glossario finanziario, rischio operativo.

Brescia, Morra C., *Le raccomandazioni dell'EBA in un sistema incompleto di supervisione sulla finanza europea*, 20/12/2012. Claessens S., Frost J., Turner G., Zhu F., *I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche*. Rassegna trimestrale BRI, Banca degli Investimenti Internazionali, 9/2018. Pag. 4.

gestito dalla BCE e dalle autorità di vigilanza nazionali e si occupa di vigilare sulle banche di rilevanza sistemica e quelle di dimensioni minori. Il suo obiettivo è garantire l'applicazione coerente di criteri di vigilanza su tutte le banche dell'area euro.

Il SRM, d'altra parte, gestisce la risoluzione ordinata delle banche in dissesto, cercando di minimizzare i costi per i contribuenti e l'economia reale. Il Comitato di Risoluzione Unico, parte integrante del SRM, stabilisce procedure standard per la risoluzione e prende decisioni in merito. Gli strumenti principali a disposizione del SRM includono la cessione di attivi, il Bridge Bank, la Bad Bank e il bail-in.

In sintesi, questo sistema complesso di autorità di vigilanza europee e nazionali, insieme ai meccanismi di supervisione e risoluzione, è stato progettato per garantire una vigilanza finanziaria coerente e stabile in tutta l'Unione europea. La collaborazione tra queste istituzioni è fondamentale per identificare e affrontare i rischi finanziari in modo tempestivo, proteggendo la stabilità dell'intero sistema finanziario europeo e promuovendo la fiducia dei consumatori.²⁴

Dopo 9 anni dalla sua progettazione, la vigilanza finanziaria europea ha subito una riforma nell'aprile 2019, quando il Parlamento Europeo ha approvato un pacchetto di aggiornamento delle norme che regolano il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF). Questa riforma è stata cruciale per completare l'Unione Bancaria e ha mirato a rafforzare ulteriormente la sicurezza e l'integrazione dei mercati finanziari. Inoltre, il nuovo pacchetto normativo ha incentivato prodotti finanziari che sostengono iniziative ambientali e sociali.

Gli elementi chiave della riforma del SEVIF includono:

1. Coordinamento tra le ESAs: Le tre autorità di sorveglianza finanziaria (ESAs) sono ora tenute a coordinarsi meglio. Devono definire i loro obiettivi di vigilanza, valutare i programmi di vigilanza delle autorità nazionali in relazione a tali obiettivi e verificare la loro effettiva attuazione. Le autorità di vigilanza devono presentare documenti annuali e relazioni periodiche per illustrare i loro programmi e le attività svolte.

²⁴Enria A., *Riparazioni post-crisi e sindrome da redditività*. Presentazione al Forum Analysis, Milano 17/9/2019. europarl.europa.eu – *Note tematiche sull'Unione europea*, Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria. EY publications, Basilea IV Regulatory Suite Il Nuovo Framework Regolamentare Bancario di Vigilanza EY Approach. Pag. 3. Galati, G.. *Il rischio di regolamento nei mercati valutari e CLS Bank*. Rassegna trimestrale BRI 12/2002. pag. 62

2. Poteri rafforzati per l'ESMA: L'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha ottenuto maggiori poteri di vigilanza sui mercati finanziari. Ora è responsabile della vigilanza sugli indici di riferimento europei critici e ha l'autorità di approvare l'utilizzo di indici non UE. Inoltre, l'ESMA ha il compito di autorizzare alcune categorie di prospetti redatti da emittenti UE e tutti i prospetti redatti da emittenti di paesi terzi in base alla normativa dell'UE. Ha ulteriori poteri di coordinamento nelle indagini su casi di abuso di mercato con elementi cross-border.

3. Governance ottimizzata delle ESAs: Le tre autorità, EBA, ESMA ed EIOPA, sono ora dotate di un comitato esecutivo permanente e indipendente dalle autorità nazionali. Questo comitato esecutivo ha il potere di prendere decisioni su questioni non regolamentari, come verifiche indipendenti delle autorità competenti, risoluzione delle controversie e violazioni del diritto dell'Unione.

4. Finanziamento delle ESAs: Le nuove disposizioni prevedono che parte delle risorse necessarie al funzionamento delle autorità provenga dal bilancio europeo, mentre il resto sarà finanziato dai proventi del settore finanziario. Questa novità introduce il principio che parte dei costi delle autorità di vigilanza debba gravare sui soggetti vigilati.

5. Maggiori poteri contro il riciclaggio di denaro: L'EBA è stata dotata di maggiori poteri per contrastare il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo. L'EBA può ora condurre indagini e applicare misure preventive, assicurandosi che le autorità di vigilanza antiriciclaggio nazionali rispettino la normativa e collaborino adeguatamente.

La riforma del sistema di vigilanza finanziaria europea è stata introdotta in un contesto in cui emergono nuove sfide, come la finanza sostenibile e la tecnologia finanziaria (Fintech). La finanza sostenibile è stata promossa attraverso l'istituzione di un "elenco verde" per attività economiche sostenibili e l'introduzione di riferimenti a rischi e fattori di sostenibilità nei processi decisionali delle istituzioni vigilate. La vigilanza nei confronti delle pressioni a breve termine che potrebbero trascurare le implicazioni a

lungo termine legate ai cambiamenti climatici è diventata parte integrante delle responsabilità delle ESAs.²⁵

Quanto alla tecnologia finanziaria, il termine Fintech comprende diversi settori di attività, come pagamenti, crediti, trasferimenti di denaro, insieme a varie tecniche e strumenti, come intelligenza artificiale, big data e robot advisor. Si tratta di un fenomeno complesso e in continua evoluzione, il cui riassunto deve tener conto della sua natura dinamica. A causa della rapida evoluzione e dell'ampiezza del settore, non è possibile fornire una definizione precisa del termine, tuttavia, il Fintech può essere descritto come l'evoluzione delle metodologie per offrire servizi finanziari al pubblico. Le sfide principali per i legislatori derivano dalla velocità con cui il Fintech si evolve, superando la capacità dei processi normativi di tenerlo sotto controllo. Fenomeni come il crowdfunding, le criptovalute, le blockchain e l'internet banking cambiano rapidamente, come dimostra l'esempio della tedesca "N26".

La vigilanza finanziaria europea gioca un ruolo cruciale e delicato nell'assicurare la stabilità del settore finanziario, applicando norme eque. Allo stesso tempo, deve essere sufficientemente flessibile per adattarsi alle innovazioni del Fintech.

A livello internazionale, sono stati seguiti tre approcci principali per favorire la collaborazione tra le autorità di vigilanza e le imprese Fintech:

1. Innovation Hub: Un polo in cui le imprese Fintech si incontrano con le autorità regolatorie per ottenere chiarimenti.
2. Regulatory Sandbox: Un processo che consente alle imprese Fintech particolarmente innovative di beneficiare di deroghe normative per sperimentare tecnologie e servizi.
3. Incubators: L'autorità di vigilanza è coinvolta nella progettazione e sperimentazione attiva.

Per creare un quadro normativo orientato al futuro e inclusivo del Fintech, l'EBA ha avviato la Roadmap Fintech nel 2018, la quale è aggiornata poi annualmente con nuove informazioni. Questa iniziativa mira a monitorare le autorizzazioni e le licenze per gli

²⁵ IFRS 9, Il Sole 24 Ore Finanza, 3/11/2018. Il Sole 24 Ore, Argomenti: *Capital Market Union* 2/08/2018

Il Sole 24 Ore. Argomenti: *EBA. Jacques de Larosière*, The High-Level Group on Financial supervision in the UE, 25/2/2009. Pag.3 L'accesso al diritto dell'unione europea, EUR-lex.

operatori del settore, analizzare la regolamentazione sui sandbox e sugli hub di innovazione, identificare le migliori pratiche e affrontare questioni come la cybersecurity e la regolamentazione delle valute virtuali.

L'uso massiccio di tecnologie digitali fornisce alle autorità di vigilanza un'enorme quantità di dati finanziari, utile per analisi macroeconomiche. Le Banche centrali considerano i big data un potente strumento per migliorare l'analisi dei rischi. Un esempio è l'analisi di messaggi sui social network e comportamenti dei correntisti per l'identificazione preventiva dei rischi. L'aumento dell'accesso ai servizi finanziari tramite tecnologie digitali rappresenta una sfida per le autorità di vigilanza, che devono intensificare le regole per garantire la trasparenza e la correttezza nelle interazioni tra intermediari e clienti.

In conclusione, le autorità di vigilanza devono guidare l'innovazione tecnologica nel settore Fintech, bilanciando la promozione dello sviluppo con la necessità di preservare la stabilità e la trasparenza del settore finanziario²⁶.

Analizziamo ora il ruolo della Banca Centrale Europea nel sistema di supervisione, poiché con l'avanzare della crisi in Europa è emersa la necessità di creare una maggiore integrazione della vigilanza bancaria nella zona dell'euro, tanto da richiedere un ulteriore intervento normativo in materia. Di conseguenza, nel 2013 è stata istituita l'unione bancaria dell'UE, divenuta operativa nel novembre 2014 e dotata di nuovi strumenti e attori. Il meccanismo di vigilanza unico (SSM) è un elemento particolarmente importante del quadro di vigilanza nonché uno dei principali pilastri dell'unione bancaria. Conformemente al regolamento istitutivo dell'SSM la BCE è l'autorità di vigilanza bancaria responsabile delle banche di grandi dimensioni («grandi enti creditizi») negli Stati membri della zona euro, come pure negli Stati membri non appartenenti alla zona euro che scelgono di aderire al meccanismo. A tal fine la struttura di governance della BCE è stata modificata con l'istituzione di un consiglio

²⁶ Cohen, H. B. e Gerald, A. E. Jr. *La nuova era degli accantonamenti per perdite attese su crediti*. Rassegna trimestrale BRI, 3/2017. Commissione europea, *Fintech: la Commissione interviene per rendere più competitivo e innovativo il mercato finanziario*, 8/03/2018 [Consilium.europa.eu](http://consilium.europa.eu), politiche, Unione bancaria. CONSOB, *Finanza sostenibile*. Cristini, F.. *Fintech e credito. Disintermediazione o nuova intermediazione*. Diritto bancario, 19/02/2019. Da Rold V. *Il vero conto del salvataggio delle banche americane*. Il Sole 24 Ore, 2/12/2011. Diritto Bancario.it, *Fintech: la roadmap dell'EBA per il 2018/2019*, 16/03/2018. Donati J. *Rivista Analisi giuridica dell'economia*. 02/12/16. pag. 597-618. Draghi, M. *Il coraggio delle Competenze*. 11/10/2018

di vigilanza. I compiti della BCE in tale contesto includono l'autorizzazione degli enti creditizi, la garanzia dell'osservanza dei requisiti prudenziali e di altri requisiti normativi e lo svolgimento di revisioni prudenziali.

Le autorità nazionali di vigilanza bancaria continuano a monitorare le altre banche. Oltre ai compiti microprudenziali sopra illustrati, la BCE dispone anche di compiti e strumenti macroprudenziali. Per assicurare una vigilanza uniforme, la BCE coopera strettamente con le autorità nazionali di vigilanza bancaria nel quadro dell'SSM e con le altre autorità che compongono il SEVIF, in particolare l'EBA. Inoltre, per le banche soggette all'SSM è stato istituito il meccanismo di risoluzione unico, divenuto operativo nel 2016, il quale consente una gestione efficace della risoluzione bancaria mediante un Consiglio di risoluzione unico e un fondo di risoluzione unico finanziato dal settore bancario. Intende altresì garantire la risoluzione ordinata delle banche in dissesto, con costi minimi per i contribuenti e l'economia reale. Con il regolamento 1024/2013 (regolamento di vigilanza da ora), alla BCE sono stati quindi attribuiti compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, al fine di contribuire alla sicurezza e alla solidità degli stessi ed alla stabilità del sistema finanziario all'interno dell'Unione e di ciascuno Stato membro.

Si è infatti ritenuto che in quanto banca centrale della zona euro, dotata di ampie competenze in materia macroeconomica e di stabilità finanziaria, la BCE sia l'istituzione adatta ad assolvere compiti di vigilanza chiaramente definiti nell'ottica di tutelare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione. Per cercare di rilanciare la crescita economica dell'Unione e finanziare l'economia è essenziale mantenere ed anzi approfondire il mercato interno dei servizi bancari. Fin dal primo articolo del regolamento vigilanza viene specificato come la BCE debba operare con pieno riguardo e dovere di diligenza in merito all'unità ed all'integrità del mercato interno, in base alla parità di trattamento degli enti creditizi al fine di impedire l'arbitraggio regolamentare.

I poteri di vigilanza attribuiti fanno però riferimento esclusivo alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi, non essendo attribuiti compiti di vigilanza di altro tipo, come la vigilanza relativa alle controparti centrali o agli enti della direttiva 2013/36, che risultano escluse.

Nel compimento delle responsabilità summenzionate, preservando l'obiettivo di assicurare la sicurezza e la stabilità degli enti creditizi, la BCE deve considerare attentamente le diverse tipologie, strutture societarie e dimensioni degli enti creditizi. Nessuna azione, proposta o politica adottata dalla BCE può discriminare direttamente o indirettamente uno Stato membro o un gruppo di Stati membri in quanto luogo di prestazione di servizi bancari o finanziari in qualsiasi valuta.

Restano intatte le prerogative delle autorità competenti degli Stati membri per svolgere compiti di vigilanza non assegnati dal regolamento di vigilanza BCE, insieme ai relativi poteri. Inoltre, le competenze delle autorità designate degli Stati membri partecipanti nell'applicare strumenti macroprudenziali non previsti da atti di diritto dell'Unione e i relativi poteri sono riconosciute.²⁷

Fatta salva la cooperazione con le autorità nazionali, la BCE ha competenza esclusiva nell'assolvimento dei seguenti compiti di vigilanza prudenziale nei confronti di tutti gli enti creditizi stabiliti negli Stati membri partecipanti:

1. Rilasciare e revocare l'autorizzazione agli enti creditizi, con eccezioni specifiche.
2. Valutare le notifiche di acquisizione e cessione di partecipazioni qualificate in enti creditizi, tranne nei casi di risoluzione di una crisi bancaria.
3. Garantire il rispetto delle norme dell'Unione relative ai requisiti prudenziali per enti creditizi, compresi fondi propri, cartolarizzazione, limiti ai grandi rischi, liquidità, leva finanziaria, segnalazione e informativa pubblica.
4. Assicurare la conformità alle norme dell'Unione che impongono requisiti per dispositivi di governo societario, gestione del rischio, controllo interno, politiche di remunerazione e valutazione dell'adeguatezza del capitale interno.
5. Effettuare valutazioni prudenziali, prove di stress e imporre obblighi specifici agli enti creditizi, se necessario.

²⁷ Lener R. *Tecnologie e attività finanziaria*. In *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 3/2019. Pag. 268. Loberto M., Luciani A. e Pangallo M. *Le potenzialità dei big data per l'analisi del mercato immobiliare in Italia* dal sito di Banca d'Italia, 4/2018. Marro E. *Li ricordate? I sei grandi "cigni neri" degli ultimi vent'anni*. Il Sole 24 Ore, 21/10/2016, Milano Finanza, Commissione Ue: poteri all'Eba per supervisione antiriciclaggio, 12/09/2018. Parenti R. *Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)*. Note tematiche sull'unione europea Parlamento europeo, 4/2020. Pellegrini M. *L'architettura di vertice del sistema finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*. *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Seconda edizione 2012. Pag.57

6. Esercitare la vigilanza su base consolidata sulle imprese madri degli enti creditizi stabilite negli Stati membri partecipanti.
7. Partecipare alla vigilanza dei conglomerati finanziari e svolgere il ruolo di coordinatore quando designata conformemente al diritto dell'Unione.
8. Assolvere i compiti di vigilanza legati ai piani di risanamento e misure di intervento precoce, nei casi previsti esplicitamente dal diritto dell'Unione.

Per gli enti creditizi stabiliti in uno Stato membro non partecipante che operano in uno Stato membro partecipante, la BCE svolge, nei limiti delle sue competenze, i compiti delle autorità competenti secondo il diritto dell'Unione.

La BCE, in ogni caso, applica il diritto dell'Unione e, se del caso, adotta orientamenti, raccomandazioni e decisioni, in conformità con il diritto dell'Unione, può inoltre adottare regolamenti, ma solo per organizzare o specificare le modalità di adempimento dei compiti assegnati dal regolamento di vigilanza. In circostanze particolari, la BCE può applicare requisiti più elevati in materia di riserve di capitale rispetto alle autorità nazionali, se ritenuto necessario, considerando la situazione specifica del sistema finanziario e dell'economia.

Il processo di vigilanza prudenziale della Banca Centrale Europea, sebbene delineato nel contesto della stabilità monetaria, si integra nella sua evoluzione istituzionale, ampliando il suo ruolo nel controllo macroprudenziale e assumendo nuove responsabilità nel settore micro-prudenziale. La centralizzazione della vigilanza prudenziale riflette l'obiettivo di affrontare le carenze strutturali del sistema finanziario europeo emerse durante la crisi economica.²⁸

La BCE svolge infatti un ruolo predominante nella vigilanza prudenziale, con una competenza esclusiva e la capacità di adottare decisioni vincolanti. La cooperazione con le autorità nazionali è prevista, ma non deve pregiudicare l'autonomia e l'efficacia delle decisioni adottate dalla Banca centrale nell'adempimento dei suoi compiti di vigilanza. L'obiettivo ultimo è garantire la coerenza e la stabilità del sistema

²⁸Penza, P. *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*. Bancaria, Minerva Bancaria, 11/2011. Pezzuto, A. *La riforma dell'architettura di vigilanza europea*. Magistra Banca e Finanza rivista di diritto bancario e diritto finanziario, Studio legale Tidona e Associati, 11/12/2018. Pezzuto, A. *L'evoluzione del quadro regolamentare e di vigilanza sui crediti deteriorati*. Studio Tidona e associati, 10/11/2019.

finanziario dell'Unione Europea, promuovendo la fiducia e la solidità delle istituzioni creditizie.

La BCE, nell'esercizio delle sue competenze di vigilanza prudenziale, deve operare in modo trasparente e coerente, assicurando una comunicazione efficace con le autorità competenti degli Stati membri. La cooperazione con tali autorità è fondamentale per la condivisione di informazioni rilevanti e la gestione delle questioni di competenza comune.

Le responsabilità della BCE nel contesto della vigilanza prudenziale includono anche la partecipazione alla definizione di standard e normative prudenziali a livello europeo. Tale coinvolgimento contribuisce a garantire un approccio armonizzato e omogeneo alla vigilanza prudenziale, riducendo il rischio di arbitraggio regolamentare e promuovendo la stabilità del sistema finanziario europeo.

La BCE può adottare orientamenti e raccomandazioni per indirizzare specifiche questioni prudenziali e, se necessario, può imporre sanzioni o misure correttive alle istituzioni creditizie che violano le norme prudenziali stabilite. Questo potere decisionale è finalizzato a garantire il rispetto uniforme delle norme prudenziali in tutta l'Unione Europea, contribuendo così alla stabilità e alla solidità del sistema finanziario. Va sottolineato che, nel suo ruolo di vigilanza prudenziale, opera in stretta collaborazione con le autorità competenti degli Stati membri, rispettando la sussidiarietà e assicurando una gestione efficace delle questioni specifiche a livello nazionale.

L'istituzione di un quadro unitario di vigilanza prudenziale a livello europeo riflette la volontà di affrontare le sfide transfrontaliere nel settore finanziario e di garantire una vigilanza efficace e coerente su scala europea. La BCE, nel suo ruolo di supervisore principale, contribuisce in modo significativo alla promozione di una stabile e sicura architettura finanziaria nell'Unione Europea.

Il quadro di vigilanza prudenziale è progettato per adattarsi alle dinamiche del mercato finanziario e per affrontare le sfide emergenti. La flessibilità e la tempestività nelle

risposte alle evoluzioni del settore sono infatti essenziali per garantire la resilienza del sistema finanziario europeo.²⁹

La BCE, in collaborazione con le autorità competenti nazionali, monitora costantemente i rischi emergenti e adotta le misure necessarie per mitigarli. La capacità di anticipare e gestire le crisi finanziarie è essenziale per preservare la stabilità e la fiducia nel sistema.

Nel perseguire la sua missione di vigilanza prudenziale, la Banca centrale opera nel rispetto delle leggi e delle normative dell'Unione Europea, garantendo la coerenza con gli obiettivi generali dell'Unione e promuovendo la coesione all'interno del mercato unico.

L'interazione tra la BCE e le autorità nazionali consente di sfruttare le competenze locali e di adattare la vigilanza alle specificità nazionali, pur mantenendo un approccio armonizzato a livello europeo. Questa sinergia è cruciale per affrontare con successo le sfide transfrontaliere e garantire un sistema finanziario robusto.

Va sottolineato che la BCE agisce in conformità con i principi di proporzionalità, assicurando che le misure adottate siano adeguate alla gravità e alla natura dei rischi. Tale approccio mira a evitare un onere eccessivo sulle istituzioni finanziarie e a promuovere la stabilità nel sistema nel rispetto delle diversità del contesto nazionale. In conclusione, il ruolo della BCE nella vigilanza prudenziale è cruciale per garantire la stabilità finanziaria nell'Unione Europea. La sua azione è guidata dalla cooperazione, trasparenza e coerenza, mirando a preservare la solidità del sistema finanziario e a promuovere la fiducia degli operatori di mercato e del pubblico³⁰.

²⁹ Previtali, D. *Insegnamento di "Economia dei mercati e degli intermediari finanziari."* Slide lezione Vigilanza finanziaria. PWC financial trends, *Calendar provisioning: quali sfide da affrontare? I principali impatti economici, dibusiness e organizzativi*. 26/4/2019. Pag. 6. PWC, *Piccole FinTech crescono con «intelligenza»*. Osservatorio FinTech Italia, 2019 (seconda edizione). Pag. 48

³⁰ Relazione de Larosière. *Relazione Illustrativa Camera dei deputati*, 7/5/2012. Pag.1
Relazione della Commissione europea al Consiglio e al Parlamento europeo, gli effetti delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE sul ciclo economico, Bruxelles 23/6/2010. Pag. 10
Soldavini, P. *Dal rating al lending vince l'automazione: nuove opportunità per le aziende*. Il Sole 24 Ore, 22/10/2018. Tonveronachi, M. *Implicazioni di Basilea II per la stabilità finanziaria*. Le nuvole si addensano sui paesi in via di sviluppo. *Moneta e Credito* vol. 62 nn. 245-248, 117-144, 2009.
Trattato sull'Unione Europea art. 5 P.55. Zaottini, D., Lo Prato, Laura. *La centralità dell'Unione europea nei settori bancario, finanziario e assicurativo*. Servizi studi del senato, dossier europei, 3/2018 n.1. pag. 7; Miraglia, Michele. *Il Trasferimento Dei Compiti Di Vigilanza Alla Bce: Verso Una Governance Multilivello Del Credito In Europa?*

1.d Responsabilità della BCE e rapporti con gli organi di controllo

Dalla disamina fin qui evidenziata ne risulta un modello di “autorità a rete” con non poche complessità, sia a livello oggettivo, con riferimento alla tipologia di poteri ed atti, che a livello soggettivo, con riguardo alle autorità coinvolte a vario titolo.

In tale percorso si complica il problema della responsabilità, intesa come legittimazione ed accountability per le scelte politiche compiute dal circuito democratico.³¹

La prima questione da analizzare è necessariamente legata alla radice del sistema, a livello della separazione tra politica monetaria e politica economica cui aderisce dall’inizio la costruzione europea.³² La scelta di accentrare la politica monetaria, separandola dalla politica economica, già produce infatti un raddoppiamento dei poteri decisionali, senza contare il coordinamento delle politiche economiche nazionali.

Questo pluralismo di centri decisionali porta con sé necessariamente dei problemi di accountability da osservare con attenzione, ponendo anche dubbi sulla legittimazione democratica della BCE.³³ L’indipendenza della Banca Centrale, in particolare, ha un valore primario nel sistema europeo delle fonti, declinandosi in diverse forme e configurata in modo tale da scongiurare ogni contaminazione tra la politica monetaria e la politica economica, garantendo l’indipendenza della BCE da qualsiasi organo ne definisca l’andamento. Un problema però sembra sorgere nel momento in cui lo statuto dell’indipendenza finisce per essere inteso come garanzia di legittimazione ed

³¹ Fabbrini, S. *La crisi dell’euro e le sue conseguenze*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 3-2016, 651 ss.

³² Testa, L. *La riforma delle istituzioni*, in L. Cocolo (cur.), *The State of Europeans*, Milano, Egea, 2012, 21 ss.

³³ Antoniazzi, S. *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013; Ammannati, L. e Bilancia, P. (cur.), *Governance dell’economia e integrazione europea*, Milano, Giuffrè, 2008; Arcelli, M. *L’economia monetaria e la politica monetaria dell’Unione europea*, Padova, Cedam, 2007; Zilioli, C. e Selmayr, M. *La Banca Centrale Europea*, Milano, Giuffrè, 2007; Padoa, T. -Schioppa, *L’euro e la sua banca centrale. L’unione dopo l’Unione*, Bologna, Il Mulino, 2004; Roselli, O. (cur.), *Europa e banche centrali*, Napoli, Esi, 2004; Belli, F. e Santoro, V. (cur.), *La Banca Centrale Europea*, Milano, Giuffrè, 2003; Malatesta, A. *La Banca Centrale Europea*, Milano, Giuffrè, 2003; Cafaro, S. *Unione monetaria e coordinamento delle politiche economiche*, Milano, Giuffrè, 2001.

accountability della BCE, rischiando di far prescindere la sua stessa legittimazione da un collegamento col principio democratico.

Anche la scelta di separare la politica monetaria e la vigilanza adottata col Meccanismo Unico di Vigilanza non ha risolto i problemi richiamati ma ne ha solo mutato i termini. Se prima la questione profilava un disallineamento tra centro di governo della moneta e centro di vigilanza prudenziale, ora, invece, la questione si pone all'interno dello stesso supervisory field. La competenza della macro-vigilanza è infatti, come visto sopra, esercitata direttamente dalla Banca Centrale soltanto per gli istituti di credito di rilevanza significativa, lasciando per i restanti istituti una competenza nazionale, basando la distinzione su una linea di demarcazione non sempre di agevole definizione.

Da questa rete quindi non sempre è facile allocare la responsabilità politica per le condotte contestate, tanto che da alcuni è stato sostenuto potesse essere una scelta politica soggettiva e consapevole, volta a spostare all'infinito la sede della responsabilità e rendere inafferrabile il potere³⁴.

Ulteriore problema in merito appare quello di individuare il giudice naturale, il sistema del Meccanismo di Vigilanza Unica è infatti formato a piattaforme mobili, in cui alla mobilità dell'organo competente (BCE o autorità nazionali), segue la mobilità del giudice competente.³⁵ Mobilità non sempre chiara da definire: si pensi al caso di un atto formalmente assunto dall'autorità nazionale, ma su indicazioni vincolanti dell'autorità europea; o ancora al caso di un atto nazionale preparatorio ad un atto definitivo europeo, che sia di per sé idoneo a procurare un danno a prescindere da

³⁴Capriglione, F. e Troisi, A. *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, Utet, 2014; Amato, G. e Gualtieri, R. (cur.), *Prove di Europa unita. Le Istituzioni europee di fronte alla crisi*, Firenze, Passigli Editore, 2013; Verde, A. *Unione monetaria e nuova governance europea*, Roma, Carocci, 2012. Sulla coerenza delle misure post-crisi al paradigma ideologico di Maastricht: Mostacci, E. *La sindrome di Francoforte: crisi del debito, costituzione finanziaria europea e torsioni del costituzionalismo democratico*, *Politica del diritto*, 4-2013, 481 ss. Per una lettura di ampio respiro, si veda tra gli altri: Grasso, G. *Il costituzionalismo della crisi. Uno studio sui limiti del potere e della sua legittimazione al tempo della globalizzazione*, Napoli, Editoriale scientifica, 2012. Sulle questioni di più stretta attinenza con le "nuove" competenze della BCE in materia di vigilanza, soprattutto: Cuocolo, L. *Constitutional Issues of the Banking Union, between European Law and National Legal Orders*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2015-10; nonché Cuocolo, L., Miscia, V. *The Gentle Revolution of European Banking Regulation: Models and Perspectives in Supervision*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2014-164.

³⁵ Brescia Morra, C. *The Administrative and Judicial Review of Decisions of the ECB in the Supervisory Field*, in *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, Roma, 2016.

quest'ultimo. Il tutto, evidentemente, con gravi conseguenze per l'eguaglianza di trattamento tra i cittadini dell'Unione. Il sistema rischia quindi di portare ad una molteplicità di differenze di trattamento anche tra cittadini europei soggetti alla giurisdizione dei propri giudici nazionali. I problemi attengono innanzitutto alla natura del giudice che risulterà competente (speciale o ordinario), per quanto poi il la questione risulti di minor importanza per via del fatto che ad oggi tutti i paesi o quasi siano dotati di una giurisdizione specializzata, ma soprattutto con riguardo all'intensità dello scrutinio giurisdizionale e alla eventuale qualificazione delle misure adottate dalla BCE o dalle autorità di vigilanza nazionale come sanzioni *“nella sostanza penali”* ed eventuale susseguente mutazione dello scrutinio, sia nel grado che nel suo esito (annullamento della misura o anche sua modifica).³⁶

Utile appare allora osservare il sistema di rimedi interni previsti dal quadro regolamentare in materia di Unione Bancaria: Il Board of Appeal per l'Autorità Bancaria, l'Administrative Board of Review per la vigilanza e l'Appeal Panel per le procedure di risoluzione costituiscono importanti organi di revisione e ricorso nell'ambito delle decisioni adottate dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle agenzie europee di vigilanza bancaria.³⁷

L'introduzione di tali organi rappresenta una risposta a una necessità emersa nel tempo, dove i rimedi interni sono stati implementati successivamente alla previsione di un rimedio giurisdizionale generale. Inizialmente, la BCE era soggetta al solo controllo della Corte di giustizia, mentre nel 2005, il Progetto di accordo sulle agenzie europee di regolazione stabilisce l'obbligo per le agenzie di revisione di adottare delle commissioni di ricorso per le decisioni individuali che possono pregiudicare terzi.

Il Board of Appeal, istituito nel 2010 per l'Autorità Bancaria Europea, consente a persone fisiche o giuridiche di presentare ricorso contro le decisioni dell'Autorità Bancaria di cui sia destinataria o direttamente interessata. L'organo può confermare la

³⁶Testa, L. *Rendere «afferrabile» il potere: alla ricerca di un giudice per gli atti di vigilanza bancaria*, in questa *Rivista*, 1-2018, 259 ss; Brescia Morra, C. *The Administrative and Judicial Review of Decisions of the ECB in the Supervisory Field*, in *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, Roma, 2016.

³⁷ Annunziata, F. *European Banking Supervision in the Age of the ECB. Landeskreditbank Baden-Württemberg-Förderbank v. ECB. (March 13, 2018)*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3139567

decisione o rimettere il caso all'autorità competente, vincolando quest'ultima alla sua decisione.³⁸

L'Administrative Board of Review, creato dal Regolamento n. 1024/2013, svolge una revisione amministrativa interna delle decisioni della BCE riguardanti la vigilanza prudenziale sugli istituti di credito. A differenza delle commissioni “sorelle,” questo organo emette pareri non vincolanti, che il Consiglio di sorveglianza della BCE può prendere in considerazione quando prepara una nuova decisione.

L'Appeal Panel, istituito nel 2014 dal Regolamento n. 806/2014, regola le procedure di risoluzione degli istituti di credito nel contesto di un Meccanismo Unico. Similmente al Board of Appeal, può confermare o rimandare una decisione al Board. È importante notare che l'Administrative Board of Review si occupa specificamente delle decisioni adottate direttamente dalla BCE nel contesto del Meccanismo di Vigilanza Unico, distinguendosi dagli altri organi. Mentre il Board of Appeal e l'Appeal Panel sono considerati organi quasi-giurisdizionali, l'Administrative Board of Review emette solo pareri non vincolanti a favore del consiglio di sorveglianza della BCE, contribuendo a una differenziazione significativa tra di essi.³⁹

Sebbene vi siano differenze nella forza delle decisioni finali, sembra che le commissioni di revisione, ovvero il Board of Appeal, l'Appeal Panel e l'Administrative Board of Review, presentino somiglianze significative nel ruolo svolto nell'esercizio della review loro affidata.

Innanzitutto, le tre commissioni condividono un'intensità simile nel giudizio che svolgono, come indicato dall'obbligo di possedere “sufficiente competenza legale per fornire consulenza legale esperta sulla legalità dell'esercizio dei poteri dell'Autorità”. Mentre il Board of Appeal e l'Appeal Panel richiedono un'expertise legale specifica, l'Administrative Board of Review concentra la sua revisione sulla conformità procedurale e sostanziale alle normative applicabili.

³⁸Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, No 81, a cura di D'Ambrosio, R. 2016; e anche Clarich, M. *Il riesame amministrativo delle decisioni della Banca Centrale Europea*, in Ferrara, L., Sorace D.(cur.), *La tecnificazione*, Firenze, University Press, Firenze, 2016.

³⁹Brescia Morra, *The Administrative and Judicial Review of Decisions of the ECB in the Supervisory Field*, *Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, No 81*, edited by Raffaele D'Ambrosio, July 2016

Tutte e tre le commissioni sono incaricate di eseguire un controllo di legalità, riguardante sia la procedura che la legge in generale, senza però invadere il margine di discrezionalità dell'Autorità nella sua area di competenza.

È interessante notare che, secondo i regolamenti pertinenti, l'internal review non pregiudica il diritto di ricorso del titolare dell'interesse dinanzi alla Corte di Giustizia secondo le norme dei Trattati. Tuttavia, c'è una distinzione notevole per quanto riguarda l'opinione dell'Administrative Board of Review, che, data la sua natura non vincolante, non può essere oggetto di ricorso davanti alla Corte di Giustizia.

Nonostante l'esclusione della natura quasi-giurisdizionale dell'Administrative Board of Review, essa presenta una notevole somiglianza con un vero e proprio giudice. La sua struttura procedurale, suddivisa in fasi istruttorie e deliberative, richiama un processo giudiziario. La disciplina della raccolta e valutazione delle prove, spesso ottenute attraverso deposizioni orali o scritte, riflette anch'essa caratteristiche di un organo giurisdizionale. Tuttavia, va notato che la dipendenza del Segretario del Board of Review dal Supervisory Board della Banca Centrale solleva alcune preoccupazioni sulla terzietà, anche se si argomenta che il Segretario ha un ruolo puramente strumentale senza potere decisionale ultimativo nel processo.⁴⁰

Dopo una sommaria conoscenza delle caratteristiche delle tre “commissioni sorelle”, è necessario qualificarle in modo accurato per verificare se i rimedi interni possano soddisfare, almeno parzialmente, l'esigenza di responsabilità democratica iniziale.

Tuttavia, questa qualificazione si rivela un compito non banale. Le commissioni non si collocano in modo convincente né tra gli organi di natura giurisdizionale né tra quelli puramente amministrativi. Elementi come la composizione dell'organo, la natura limitata del sindacato e la posizione di imparzialità sembrano avvicinarle all'amministrazione, mentre la struttura della procedura e l'effettivo iurisdicere le avvicinano alla giurisdizione di una corte tradizionale.

La difficoltà di qualificazione potrebbe creare incertezza per i giuristi con un riferimento esclusivamente nazionale. Tuttavia, da una prospettiva di diritto comparato, potrebbe suscitare interesse, analogie con esperienze passate, come il

⁴⁰<https://www.bankingsupervision.europa.eu/organisation/accountability;>

percorso del Consiglio di Stato francese o dei tribunali amministrativi del Regno Unito.

L'esempio del Regno Unito, in particolare, mostra una trasformazione da commissioni interne all'amministrazione a organi giurisdizionali specializzati, mantenendo formalmente l'unità della giurisdizione ma aprendo a una giurisdizione di fatto specializzata.

Il processo di “giurisdizionalizzazione” degli organi di rimedio interno può portare a un miglior scrutinio grazie all'emancipazione degli stessi e alla loro indipendenza dall'autore dell'atto scrutinato.

Considerando la tendenza verso una maggiore responsabilità democratica e il dibattito su eccessi di deference, la “giurisdizionalizzazione” potrebbe offrire una risposta più adeguata alle esigenze di controllo e responsabilità democratica.

Inoltre, la possibilità di trapiantare un modello di giustizia amministrativa specializzata nel contesto europeo è incerta, ma in un periodo di ripensamento e assestamento del sistema, è difficile fare previsioni certe. Il percorso futuro di questi rimedi interni sarà interessante da seguire, poiché potrebbe influenzare la crescita democratica dell'Unione bancaria.⁴¹

Di rilievo appare poi l'accordo del 6 novembre 2013 tra BCE e Parlamento Europeo che assegna specifici compiti alla BCE per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi nell'Unione europea. Questo accordo è cruciale per garantire la sicurezza e la solidità degli enti creditizi, contribuendo così alla stabilità del sistema finanziario nel contesto dell'Unione europea e degli Stati membri partecipanti al meccanismo di vigilanza unico (MVU).

L'accordo si basa sui principi fondamentali del trattato sull'Unione europea e sul trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 127, paragrafo 6. La BCE, in virtù del Regolamento (UE) n. 1024/2013, assume un ruolo significativo nella vigilanza prudenziale degli enti creditizi, con l'articolo 9 che la designa come l'autorità competente per tali compiti. Questo accordo sottolinea l'importanza della

⁴¹Morra, C.B., Smits, R. e Magliari, A. *The Administrative Board of Review of the European Central Bank: Experience After 2 Years*, *Eur. Bus. Org. Law Rev.* (2017).

responsabilità della BCE nell'assicurare la stabilità finanziaria nell'Unione, bilanciando l'attribuzione di poteri di vigilanza con obblighi di responsabilità. In particolare, la BCE risponde dell'attuazione del regolamento al Parlamento e al Consiglio, istituzioni democraticamente legittimate a rappresentare i cittadini dell'Unione e gli Stati membri.

Il documento stabilisce procedure dettagliate per la cooperazione tra la BCE e il Parlamento, inclusa la presentazione annuale di relazioni sulla vigilanza, audizioni pubbliche del presidente del Consiglio di vigilanza, e la riservatezza delle informazioni. La BCE si impegna a rispondere alle interrogazioni del Parlamento e ad assicurare trasparenza nei suoi processi decisionali.

La protezione delle informazioni riservate è centrale in questo accordo, con specifiche disposizioni per garantire che le informazioni sensibili siano gestite con la massima riservatezza e che la divulgazione avvenga nei limiti stabiliti dalla legge. Sono previste sanzioni adeguate alla violazione degli obblighi di segreto professionale.

Inoltre, l'accordo affronta la separazione organizzativa tra il personale della BCE responsabile della vigilanza bancaria e quello con compiti di politica monetaria, garantendo il pieno rispetto del Regolamento (UE) n. 1024/2013.

Infine, vengono definiti i principi e i procedimenti relativi alla nomina del presidente del Consiglio di vigilanza, con una procedura che coinvolge la BCE e il Parlamento, assicurando trasparenza e accountability.

Questo accordo rappresenta un passo significativo verso una cooperazione efficace tra la BCE e il Parlamento europeo, contribuendo a rafforzare la governance e la supervisione finanziaria nell'Unione europea.

Di rilievo è inoltre il memorandum di intesa tra il Consiglio dell'Unione Europea e la BCE, in particolare. Il memorandum stabilisce un quadro dettagliato per l'accountability della Banca Centrale Europea (BCE) nei confronti del Consiglio dell'Unione europea e del Gruppo dell'euro per la supervisione prudenziale delle istituzioni di credito. Riconosce la significativa responsabilità assegnata alla BCE nel contribuire alla stabilità finanziaria dell'Unione europea e degli Stati membri partecipanti al Meccanismo di Vigilanza Unico e sottolinea che la conferenza di compiti di supervisione comporta un'accettabile responsabilità per la BCE, la quale è tenuta a utilizzare i suoi poteri di vigilanza in modo efficace e proporzionato.

Al fine di garantire la trasparenza e la responsabilità democratica è prevista poi una rendicontazione periodica, come indicato nell'articolo 20 del Regolamento (UE) n. 1024/201. La BCE è infatti soggetta a un obbligo di rendicontazione nei confronti del Parlamento europeo e del Consiglio, istituzioni che rappresentano democraticamente i cittadini dell'Unione e degli Stati membri.

Il memorandum specifica che le obbligazioni di rendicontazione verso il Consiglio e il Gruppo dell'euro devono essere conformi ai requisiti di segretezza professionale, rispettando gli obblighi stabiliti nell'articolo 37 dello Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC). Inoltre, vengono stabiliti meccanismi di scambio di informazioni con le autorità nazionali o dell'Unione, nei limiti e secondo le condizioni stabilite dal diritto dell'Unione.

La BCE è quindi tenuta a presentare rapporti periodici sulle attività di supervisione durante la fase iniziale di attuazione del regolamento, coprendo aspetti quali la preparazione interna, la cooperazione con le autorità competenti nazionali o dell'Unione, e gli ostacoli eventualmente incontrati.

Infine, il memorandum sottolinea la necessità di una separazione organizzativa tra il personale coinvolto nelle attività di supervisione prudenziale e quello impegnato nelle attività di politica monetaria, garantendo così la piena conformità al Regolamento (UE) n. 1024/2013.

Per ultimo si richiama il memorandum di intesa tra la BCE e l'ECA (European Court of Auditors, o Corte dei conti europea), l'accordo delineato stabilisce un quadro per l'auditing della Banca Centrale Europea (BCE) da parte della Corte dei conti Europea (ECA) in relazione ai compiti di supervisione conferiti dalla Regolamentazione sul Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM). L'accordo sottolinea la necessità di implementare tale cooperazione in modo diligente e in buona fede, rispettando le preoccupazioni legittime di entrambe le parti e gli obblighi statutari esistenti.

L'ECA ha il diritto di richiedere e ottenere tutti i documenti e le informazioni necessarie per condurre le sue verifiche sull'efficienza operativa della gestione della BCE, nel pieno rispetto dell'importanza di un audit informato e di una cooperazione sincera in linea con il mandato assegnato dalla legge dell'Unione.

L'accordo riconosce la sensibilità dei dati di vigilanza detenuti dalla BCE e stabilisce misure per proteggere la confidenzialità di tali informazioni durante gli audit dell'ECA.

Ciò include la gestione di documentazione altamente confidenziale presso i locali della BCE, limitando l'accesso solo al personale designato dell'ECA, garantendo standard di sicurezza informatica equivalenti e informando la BCE sull'uso temporaneo dei suoi documenti.⁴²

L'accordo prevede una revisione periodica della cooperazione e dello scambio di informazioni, e può essere modificato con il consenso reciproco delle parti. L'entrata in vigore avviene alla firma di entrambe le parti e rimane in vigore fino a una terminazione scritta di almeno sei mesi da parte di una delle parti, senza pregiudicare gli obblighi di confidenzialità e cooperazione già in corso.⁴³

1.e Contesto storico ed economico-finanziario all'alba del 2012

Arrivati a questo punto della trattazione occorre chiarire il panorama europeo antecedente al giugno del 2012. Il Consiglio di giugno 2012 è stato infatti un momento estremamente significativo perché ha portato a importanti decisioni, tra cui la creazione del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES) e la possibilità per i paesi dell'area dell'euro di utilizzare fondi di salvataggio per ricapitalizzare direttamente le banche. Queste misure hanno contribuito a calmare temporaneamente i mercati, nonostante la crisi e le sfide economiche nell'area dell'euro abbiano continuato a persistere per diversi anni. Le decisioni prese in tale sede furono necessarie per via di una serie di deficit che affliggevano l'Unione Europea, prima tra tutte la crisi del debito sovrano, la quale rappresenta un capitolo cruciale nella storia dell'Unione europea, un

⁴² Capie, F. *The Bank of England*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010; R.L. Hetzel, *The Monetary Policy of the Federal Reserve: a History*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008; Gerdesmeier, D., Mongelli, F., Francesco, P. e Roffia, B. *The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and differences*, Working Paper Series of the European Central Bank, n. 742, 2007; Baroncelli, S. *La Banca Centrale Europea: profili giuridici e istituzionali. Un confronto con il modello americano della Federal Reserve*, Firenze, European Press Academic Publishing, 2000; A.S. Blinder, *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MIT Press Cambridge, 1998. Su questa Rivista, si veda pure: Pierini, A. *L'Unione Europea verso l'unione bancaria: indicazioni e dilemmi derivanti dal confronto con il modello di vigilanza sui mercati creditizi degli Stati Uniti d'America*, 1-2017, 173 ss.

⁴³<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.it.html>

periodo caratterizzato da sfide senza precedenti che hanno messo a dura prova la coesione economica e finanziaria dell'UE. Questo trova radici profonde nelle disfunzioni strutturali dell'area dell'euro, la convergenza economica incompleta e l'assenza di un quadro fiscale unificato avevano creato terreno fertile per politiche fiscali imprudenti, la combinazione di disavanzi di bilancio persistenti, unita alla mancanza di una disciplina fiscale e ad una crescita economica disomogenea ha poi portato ad un accumulo di debito pubblico insostenibile in vari paesi membri.

La rivelazione nel 2009 della crisi finanziaria in Grecia ha fatto emergere una serie di difetti strutturali nell'architettura economica dell'UE, aprendo un vaso di Pandora di problemi che si estendevano ben oltre i confini greci. Il susseguirsi degli eventi ha infatti visto la diffusione della crisi attraverso i mercati finanziari europei, con il differenziale di rendimento dei titoli di Stato diventato il barometro della stabilità finanziaria. La crisi è passata quindi da essere una questione di sostenibilità del debito di un singolo paese a sfida sistemica, con la fiducia degli investitori ormai sgretolata e la capacità di rifinanziamento dei paesi periferici che è stata posta in discussione. L'intervento della "Troika" con i programmi di assistenza finanziaria ha rappresentato un momento cruciale, tuttavia le condizioni imposte, che spesso includevano misure draconiane di austerità e riforme strutturali, hanno portato a un dilemma tra la stabilità finanziaria e le esigenze sociali, generando una serie di conseguenze impreviste⁴⁴.

Gli effetti a lungo termine della crisi si sono fatti sentire su molteplici fronti. Dal punto di vista economico, la recessione in molti paesi ha lasciato cicatrici profonde, con elevati tassi di disoccupazione ed una crescita economica in gran parte anemica. Socialmente la crisi ha invece generato tensioni, proteste ed un crescente senso di sfiducia nei confronti delle istituzioni europee⁴⁵.

Inoltre, la crisi ha aperto un dibattito fondamentale sulla riforma dell'Unione Europea, spingendo verso una maggiore integrazione economica e la creazione di strumenti comuni per affrontare sfide economiche evidenziate.

⁴⁴ Amighini, F. G. *La crisi del 2007 - 2010*. Andamento spesa pubblica paesi UE 2009-2015, Eurostat. Andamento spread anno 2011 (<https://www.maxsomagazine.it/2012/01/landamentodello-spread-nel-2011.html>).

⁴⁵ Consob autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari. la crisi finanziaria del 2007-2009.

Tra le misure politiche dovute alla crisi e che hanno plasmato significativamente il paesaggio economico e sociale, suscitando dibattiti accesi, l'austerità necessita una menzione particolare. L'austerità comprende una serie di misure atte a ridurre i disavanzi di bilancio attraverso tagli alla spesa pubblica e/o aumenti delle imposte, è stata adottata come risposta immediata alla crisi del debito sovrano.⁴⁶ L'obiettivo era quello di stabilizzare le finanze pubbliche, restaurare la fiducia degli investitori e preservare la credibilità dell'area dell'euro. L'austerità ha comportato tagli significativi nei settori pubblici, pensioni, e servizi sociali, generando un impatto diretto sulla vita quotidiana dei cittadini e manifestando la perplessità di molti, contestando l'efficacia dei tagli durante una recessione, col rischio di aggravare la contrazione economica.

Parallelamente all'austerità, le riforme strutturali sono state proposte come strumento per affrontare le cause profonde della crisi.⁴⁷ Queste riforme miravano a migliorare la competitività, stimolare la crescita economica e aumentare la resistenza agli shock futuri. Tra le principali aree di intervento c'erano il mercato del lavoro, il sistema pensionistico, e la regolamentazione del settore pubblico.

Le riforme del mercato del lavoro cercavano di aumentare la flessibilità e ridurre le barriere all'occupazione; tuttavia, queste misure spesso generavano contestazioni sindacali e sollevavano preoccupazioni riguardo alla sicurezza e alla qualità del lavoro. Gli impatti di austerità e riforme strutturali sono stati vari e contestati. Da un lato, alcune economie hanno sperimentato una riduzione dei disavanzi di bilancio e una maggiore competitività. Dall'altro, molte nazioni hanno affrontato crescente disoccupazione, declino dei servizi pubblici e un aumento delle disuguaglianze.

Le critiche hanno sottolineato che l'implementazione simultanea di misure di austerità in diversi paesi poteva alimentare una spirale recessiva, con effetti negativi sulla crescita economica complessiva dell'area dell'euro; inoltre, alcune riforme strutturali

⁴⁶ Cottarelli, C. *L'osservatorio dei conti pubblici italiani*. Manager Italia. Cottarelli, C. *Pachidermi e pappagalli*. Critica della politica economica, Draghi. Economia e politica- rivista online

⁴⁷ Guarracino, S. *Le crisi dell'età contemporanea: 1929, 1973, 2008*. Novecento.org, n. 2. 2014.

sono state accusate di favorire interessi economici particolari a scapito delle fasce più deboli della società.⁴⁸

La crisi del debito sovrano, non si è poi limitata a manifestarsi solo nei bilanci dei governi, ma ha avuto impatti significativi anche sul sistema bancario, mettendo in evidenza diverse cause sottostanti l'instabilità bancaria nell'area dell'euro. La forte esposizione delle banche ai titoli di Stato dei paesi periferici, compresi quelli ad alto rischio, ha compromesso la solidità dei loro bilanci. Questa esposizione eccessiva è stata amplificata dalla crisi dei titoli sovrani, che ha minato la fiducia degli investitori e ha messo a rischio la solvibilità delle istituzioni finanziarie. Parallelamente, l'elevata esposizione al settore immobiliare in alcune economie ha aggiunto un elemento di rischio sistemico, mentre il rallentamento economico derivante dalle misure di austerità ha generato un aumento dei crediti inesigibili, indebolendo ulteriormente la salute finanziaria delle banche.⁴⁹ L'instabilità bancaria ha prodotto effetti significativi su due fronti cruciali: l'economia generale e il settore bancario stesso. La stretta creditizia innescata dalla mancanza di fiducia nelle banche ha comportato una riduzione drastica della concessione di prestiti, limitando l'accesso al credito per imprese e consumatori. Questo ha contribuito ad accentuare la recessione economica in corso, creando un circolo vizioso tra la debolezza del sistema bancario e la contrazione economica.

Inoltre, la mancanza di fiducia nei confronti delle istituzioni finanziarie ha portato a una fuga di capitali e al rischio di contagio sistemico, mettendo a repentaglio la stabilità finanziaria in tutta l'area dell'euro.⁵⁰

Di fronte a questa complessa situazione, le risposte strategiche adottate sono state multifacciali: In molti casi, i governi hanno implementato programmi di

⁴⁸ Gyntelberg, J., Hördahl, P. *Quadro generale degli sviluppi: il rischio sovrano scuote i mercati*. Rassegna trimestrale BRI, marzo 2010; Hajnal, P.I. *The G8 System and the G20- Evolution, role and documentation*, Burlington (USA), 2008. Hannon, P. *Eurozone Escaped From Deflation in March*. Wall street journal, 14 Aprile 2016; Herrmann, C. *Legal aspect of European sovereign debt crisis*, Hitotsubashi journal of law and politics, 41: 25-40, Febbraio 2013; Khetab, S. *A legal analysis of the European Financial Stability Mechanism*. Journal of International Banking law and Regulation (2011) pp. 421- 433; Klabbers, J., Wallendahl, A. (edited by). *Research handbook on the law of international organizations*. Cheltenham, 2011

⁴⁹ Presbiterio, A.F. *La crisi del 2007: fatti, ragioni e possibili conseguenze*. Università Politecnica delle Marche – Dipartimento di Economia, MoFiR (Money and Finance Research group), 2 luglio 2009;

⁵⁰ Jespen, J. L. *Introduction: Crisis, policy responses and widening inequalities in the EU*. International Labour Review, 2012

ricapitalizzazione per rafforzare i bilanci delle banche con l'obiettivo di garantire che le istituzioni finanziarie fossero sufficientemente robuste per resistere agli shock finanziari. Contestualmente, sono stati istituiti fondi di salvataggio a livello europeo, come il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (FESF) e il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES). Questi strumenti hanno fornito assistenza finanziaria ai paesi e alle banche in difficoltà, cercando di prevenire il propagarsi della crisi. Infine, per affrontare le vulnerabilità strutturali del settore bancario, è stata avviata l'Unione Bancaria, una serie di iniziative che mirano a creare un sistema di vigilanza bancaria comune (SSM) e un meccanismo di risoluzione unico (SRM).⁵¹ Questa iniziativa è stata un passo significativo verso una maggiore integrazione nel settore bancario europeo.

Per via della situazione profilatasi, inoltre, gli investitori e i mercati finanziari risultarono particolarmente preoccupati per la mancanza di una risposta coordinata ed efficace da parte delle istituzioni dell'Unione Europea (UE) per affrontare la crisi, tanto da limitare gli investimenti, aggravando ulteriormente la situazione del mercato europeo.

Una situazione esemplificativa di quanto appena analizzato può essere quella italiana durante il governo Monti.

Il governo Monti, insediatosi nel 2011 in Italia, si trovò di fronte a una situazione economica critica caratterizzata da un'acuta crisi del debito sovrano nell'area dell'euro. L'obiettivo primario del governo era ripristinare la fiducia dei mercati finanziari nei confronti dell'Italia e affrontare la crisi del debito attraverso una combinazione di misure di austerità e politiche di stimolo alla crescita economica.⁵²

Il Decreto “Salva Italia” (D.L. 201/2011) rappresentò il pilastro delle iniziative del governo, mirando al risanamento dei conti pubblici. Le misure comprendevano tagli alla spesa pubblica e aumenti delle tasse, con l'obiettivo di ridurre il deficit e il rapporto debito/PIL. Tuttavia, la sfida principale era bilanciare la necessità di risanamento con

⁵¹ Ruffert, M. *The european debt crisis and european union law*. Common market Law Review n.48, Londra, 2011, pp. 1777- 1806; Salvador, C., Pastor, J. M., Fernandez De Guevara, J. *The impact of the subprime crisis on bank ratings: the effect of hardening of rating policies and worsening of solvency*. Journal of Financial Stability 11- 2014, pp. 13- 31; Sarcinelli, M. *L'Unione bancaria europea e la stabilizzazione dell'Eurozona*. Moneta e Credito, vol. 66 n. 261 pp.7-43;

⁵² Nicotra, I. *Il governo Monti (Napolitano): l'Unione Europea e i mercati finanziari spingono l'Italia verso un semipresidenzialismo mite*, Federalismi.it, n. 24, 2011;

la stimolazione della crescita economica, considerando gli impatti a breve e lungo termine.

Il governo Monti implementò una riforma del sistema pensionistico, introducendo il sistema contributivo e innalzando l'età pensionabile. La spesa pubblica subì tagli significativi, e parallelamente furono introdotte misure fiscali, tra cui l'aumento dell'IVA e l'introduzione di nuove tasse come l'IMU sulla prima casa. Queste misure furono adottate con l'obiettivo di ripristinare la fiducia dei mercati finanziari e ridurre gli spread di interesse sui titoli di stato italiani.

L'austerità, tuttavia, fu bilanciata da politiche di stimolo alla crescita, con l'introduzione di liberalizzazioni e politiche strutturali volte a migliorare la competitività dell'Italia. Il governo Monti cercò di attuare un programma di riforme strutturali per rendere l'economia italiana più resiliente e competitiva nel contesto europeo, nonostante gli sforzi, la situazione rimase complessa. La fiducia dei mercati rimaneva fragile, e la crescita economica subiva gli impatti delle politiche di austerità. La spesa per interessi sul debito pubblico rappresentò un elemento critico nei bilanci pubblici, riflettendo la stretta correlazione tra tassi di interesse e sostenibilità del debito.

L'andamento economico non corrispose sempre alle previsioni del governo, evidenziando la complessità del contesto e la difficoltà nel prevedere gli effetti delle politiche adottate. La riduzione del debito pubblico in ogni caso avrebbe potuto beneficiare di un approccio più integrato tra politiche fiscali e monetarie nell'ambito dell'Eurozona.

Ultimo scenario da analizzare in questa trattazione risulta essere il caso più famoso di quel periodo, parliamo della crisi greca e dei suoi risvolti all'interno dell'intera Unione.⁵³

Tutto ha inizio nell'autunno del 2009, quando il neo-primo ministro greco George Papandreu rivela pubblicamente il fatto che i bilanci economici trasmessi dai governi greci precedenti erano stati falsificati con l'obiettivo di assicurarsi l'entrata nell'Unione Europea, prospettando così il rischio di una bancarotta dell'intero paese.⁵⁴

⁵³ BELTRATTI, A., STULZ, R. M. *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, 2009

⁵⁴ Blanchard. *Macroeconomia*. il Mulino 2009. Borsa Italiana. la crisi finanziaria della Grecia- 2010.

La notizia produsse un grande panico sia dal lato politico che finanziario in Europa, facendo emergere il timore che la moneta unica, che per anni aveva assicurato la stabilità dei paesi europei, potesse mettere in seria difficoltà economica ognuno dei paesi coinvolti nell'Unione. All'inizio del 2010, infatti, in seguito al declassamento da parte delle agenzie di rating internazionali, si diffonde rapidamente il timore di una crisi del debito pubblico relativamente ad alcuni paesi della dell'Eurozona, appellati dai giornali di tutto il mondo con la triste sigla "PIIGS" (Portogallo, Italia, Irlanda, Grecia, Spagna).⁵⁵ Per rispondere alla crisi prospettata viene definito un pacchetto di 110 miliardi di aiuti in 3 anni da parte dei paesi dell'euro in favore della Grecia e si va a costituire lo European Financial Stability Facility (EFSF), uno strumento temporaneo utilizzato per l'emissione di obbligazioni garantite dagli stati membri.⁵⁶ Queste misure, insieme allo European Stability Mechanism (ESM), un meccanismo permanente per la gestione delle crisi istituito per trattato internazionale e dotato di capitale proprio, getteranno le basi per la creazione del più grande fondo europeo per la stabilità finanziaria nella zona dell'euro, tutt'oggi oggetto di dubbi e grandi discussioni, lo European Stability Mechanism, più famoso come MES o fondo salva stati, già menzionato in precedenza.

Lo scenario che si prospetta nel caso in cui la Grecia dichiari l'impossibilità di ripagare i debiti contratti si presenta come una situazione di estrema preoccupazione, con potenziali effetti devastanti sulle finanze pubbliche dei principali stati europei, tra cui Francia, Germania, Italia e Olanda.⁵⁷ Le alternative contemplate per garantire la sopravvivenza della moneta unica comprendono la possibilità di una uscita consensuale della Grecia dall'area euro, consentendo al governo di attuare una svalutazione del tasso di cambio per acquistare i titoli del debito, tuttavia, ciò comporterebbe una notevole perdita di potere d'acquisto per i cittadini greci. Un'altra opzione in discussione è il totale mancato rispetto degli obblighi finanziari,

⁵⁵ Chalmers, D., Davies, G. Monti, G. *European Union Law: text and materials- third edition*. Cambridge, 2014; Cirulli, A. Da Zapatero a Rajoy. *Elezioni, indignados e crisi multilivello in Spagna*. Rivista di Studi Politici - S. Pio V, Anno XXIV – aprile/giugno 2012 p. 39;

⁵⁶ DA ROLD, V. *Accordo per salvare la Grecia, Piano da 110 miliardi di euro*. Ad Atene settimana di scioperi, Economia e Lavoro, Il Sole 24 ore, 2 maggio 2010

⁵⁷ Il Sole24ore, pensioni, contributivo e stop alle anzianità- 17 dicembre 2011 il Sole24ore, disoccupazione Grecia- 12 maggio 2011 Il sole24ore, i. taglio delle agenzie di rating alla Grecia 28 luglio 2011. Internazionale (915) 16 settembre 2011.

dichiarando il default, con conseguenze rischiose sull'economia reale e sull'ordine politico e sociale degli stati coinvolti, oltre a mettere in discussione la stessa sopravvivenza dell'Unione Europea.

Nel 2011, la situazione si aggrava ulteriormente con tagli al rating della Grecia da parte delle agenzie di rating Moody's, Standard & Poor's e Fitch. La crisi si riflette sull'occupazione, con un tasso di disoccupazione che raggiunge il 15,9% a febbraio 2011. Il governo greco è costretto a implementare nuovi tagli e privatizzazioni per ottenere prestiti da parte dell'Unione Europea e del Fondo Monetario Internazionale.

La crisi si intensifica nel settembre 2011, quando il governo greco introduce nuove tasse sugli immobili per ottenere aiuti finanziari. La prospettiva di un possibile default greco viene discussa pubblicamente, e il governo è costretto a implementare ulteriori misure di austerità, tra cui tagli alle pensioni e alla spesa pubblica. Viene così istituita la “Troika” (già precedentemente richiamata, composta da FMI, BCE ed UE) per valutare la situazione e convincere la Germania ad attivare il fondo salva-stati.

Nel 2011, Moody's taglia ulteriormente il rating della Grecia, portandolo a Ca, e la situazione economica del paese continua a peggiorare. Il governo tenta di sottoporre a referendum il piano di salvataggio, ma ritira l'idea a causa delle pressioni dell'Europa, intanto il premier George Papandreu annuncia le dimissioni.⁵⁸

La crisi greca ha effetti a catena, influenzando l'Irlanda, il Portogallo, la Spagna e l'Italia. La disaffezione verso le agenzie di rating cresce dopo lo scandalo finanziario del 2008, e si rileva la necessità di regolamentazione e vigilanza su di esse.

La Grecia adotta misure drastiche di austerità, privatizzazioni e riforme strutturali sotto la pressione delle istituzioni creditrici.⁵⁹ La popolazione affronta gravi difficoltà economiche, proteste, scioperi e alti tassi di disoccupazione. Nel 2012, viene erogato un secondo pacchetto di aiuti finanziari con il coinvolgimento del settore privato attraverso il PSI.

⁵⁸ Langiulli, M. Il possibile impatto dei rating emessi dalle agenzie e un'analisi dei giudizi sul debito sovrano emessi da Standard & Poor's. *Moneta e Credito*, vol. 67 n. 268, 2014 pp. 429-456;

⁵⁹ Seferlis, Y, Lagaria, K., Mariatou, S., Sampethai, I. *The chronicle of the big crisis: the Bank of Greece 2008-2013*, Atene, 2014; SELÇUK, B. E YILMAZ, N. *The effects of global crisis into Euro region: A case study of Greek Crisis*. *European Journal of Economic and Political Studies*, n.2, 2011

Dopo anni di recessione, l'economia greca mostra segni di crescita solo nel 2014, ma le condizioni di vita rimangono difficili.⁶⁰ La popolazione greca ha sostenuto notevoli sacrifici durante la crisi economica durata oltre cinque anni, creando un impatto profondo sulla società e sull'economia dell'intera regione europea.⁶¹

1.f Il “whatever it takes”.

“Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.”

Il discorso di Mario Draghi del 26 luglio 2012 segna un punto fondamentale per la storia dell'Unione Europea. Le parole del governatore hanno ricevuto per la prima volta una grande attenzione da parte di tutto il panorama mediatico, non soltanto dalla stampa specializzata, introducendo un nuovo modo di comunicare col pubblico da parte delle Banche Centrali. Gli effetti immediati sono stati di due tipi: innanzitutto un apprezzamento dell'euro nei giorni immediatamente successivi, inoltre si è vista una diminuzione di alcuni punti base dello spread nei paesi più colpiti dalla crisi del debito sovrano, con una buona ripresa dei loro indici bancari. Gli effetti nel lungo periodo sono stati poi influenzati da altri avvenimenti nello scenario economico, la cui trattazione è rimandata ad un momento successivo.

Abbiamo già fatto cenno al contesto di incertezza e preoccupazione diffuso tra gli operatori economici durante il periodo antecedente al discorso dell'ex presidente della BCE, è in questo particolare scenario che Draghi pronuncia il suo discorso a Londra. Immediatamente diventa chiaro che le parole del Presidente non sono una semplice dichiarazione come tante altre, ma hanno un profondo significato volto ad incidere sui mercati. Il primo dato che va analizzato è il rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro.

⁶⁰ Borrillo, M. Grecia. *Un Paese in vendita: Privatizzazioni come salvagente*. Corriere della Sera, 14 luglio 2015;

⁶¹ La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – Cronache dal Diritto Internazionale LUISS.

Alla fine del discorso, infatti, l'euro si apprezza dell'1,1%, ottenendo il maggior rialzo del mese precedente venendo scambiato a 1,229 dollari. Nei mesi successivi l'apprezzamento continua, portando l'euro a riguadagnare il valore che aveva perso nei mesi precedenti. A settembre, infatti, supera la soglia di 1,30 continuando il rialzo in maniera continua per tutto l'anno successivo, raggiungendo il picco di 1,35 nel febbraio 2013. Bisogna però tenere conto che gli Stati Uniti, a settembre 2012, avevano avviato il loro terzo programma di QE che aveva contribuito anche a indebolire il dollaro vista la liquidità immessa sul mercato.⁶²

Per quanto riguarda i titoli di Stato, si registra immediatamente una diminuzione di 39 punti base sui titoli a dieci anni italiani, col calo del tasso di interesse a 6,05%. Analogamente, anche il tasso dei titoli spagnoli a dieci anni diminuisce di 45 punti base, arrivando a 6,93%. Le emissioni di debito a più breve scadenza reagiscono in modo più marcato: i titoli italiani a due anni calano di 89 punti base arrivando a 4,06% e quelli spagnoli di 74 punti base giungendo al 5,68%. Anche i titoli irlandesi a dieci anni sperimentano un calo nel loro rendimento di 53 punti base, andando per la prima volta sotto la soglia del 6% a fine agosto, e dando inizio una diminuzione costante che si sarebbe protratta per gli anni successivi. La diminuzione dei titoli decennali greci è ancora più marcata: perdono 369 punti base, arrivando al rendimento del 27,40%. Osservando alcuni grafici del livello di spread tra i titoli di debito pubblico dei Paesi Europei paragonati con quelli tedeschi, si può osservare (soprattutto nel caso della Grecia) che da marzo a luglio 2012 c'è stato un nuovo picco, molto simile a quello massimo raggiunto tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012. Da luglio in poi, la diminuzione è stata costante per tutti gli Stati membri coinvolti nella crisi, continuando soprattutto durante l'anno successivo.⁶³

⁶² PRAET, P. *La BCE sta facendo abbastanza?*, 2014

⁶³ Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-07-26/draghi-says-ecb-to-do-whatever-needed-as-yields-threaten-europe> Financial Times: <http://www.ft.com/cms/s/0/6ce6b2c2-d713-11e1-8e7d-00144feabdc0.html#axzz4Hlpdl5xp>; The Telegraph: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9428894/Debt-crisis-Mario-Draghi-pledge-to-do-whatever-it-takes-to-save-euro.html>; Il Sole 24ore: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-07-26/draghi-messaggio-chiaro-pronti-121634.shtml?uuid=AbDU57DG>; The Wall Street Journal: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/07/26/key-excerpts-mario-draghi-says-ecb-ready-to-do-whatever-it-takes/> Reuters: <http://www.reuters.com/article/us-eurozone-ecb-draghi-idUSBRE86P0HM20120726> CNN: <http://money.cnn.com/2012/07/26/investing/draghi-ecb/>;

Dopo le dichiarazioni di Draghi, inoltre, si sono verificate significative variazioni nelle performance dei principali mercati finanziari mondiali. Nel contesto statunitense, il Dow Jones Industrial Average ha registrato un aumento dell'1,7%, chiudendo a 12887,93 punti. Anche l'S&P 500 ha registrato un aumento dell'1,7%, raggiungendo i 1360,02 punti, mentre il Nasdaq ha chiuso con un incremento del 1,4%, toccando quota 2893,25 punti.

Nel panorama europeo, il FTSE 100 di Londra ha guadagnato l'1,36%, chiudendo a 5573,16 punti. Aumenti più significativi sono stati registrati a Madrid, dove l'IBEX ha guadagnato il 6%, chiudendo a 6368,80 punti, e a Milano, con il FTSE MIB che ha totalizzato un aumento del 5,62% a 13210,04 punti. Anche a Parigi, il CAC 400 ha chiuso in rialzo del 4%, raggiungendo i 3207,12 punti.

Il 26 luglio si è concluso con segnali positivi in tutte le principali borse europee e statunitensi. Nonostante sia difficile attribuire l'intero rialzo esclusivamente alle parole di Draghi, il suo messaggio rassicurante ha innescato un vero e proprio rally dei mercati.⁶⁴

Gli effetti a breve termine del “whatever it takes” di Draghi sono stati significativi sotto diversi aspetti, inclusa la fiducia trasmessa agli operatori di mercato e alla popolazione. La dichiarazione del presidente della BCE, esprimendo la volontà di fare “qualsiasi cosa fosse necessaria” per salvare la moneta, è stata un evento raro e unico nella comunicazione delle banche centrali, il messaggio ha rappresentato una sfida agli speculatori e una rassicurazione per i cittadini preoccupati delle conseguenze di un collasso della moneta unica.

Tuttavia, è importante sottolineare che la politica monetaria da sola non furono in grado di risolvere tutti i problemi legati a una crisi di tale portata, ciononostante le parole di Draghi hanno avuto un impatto significativo anche grazie alla sua credibilità personale e all'efficacia delle misure già adottate dalla BCE. In sintesi, la credibilità

The Huffington Post: http://www.huffingtonpost.com/2012/07/26/mario-draghi-ecb-euro_n_1704847.html Spiegel: <http://www.spiegel.de/international/europe/markets-surge-after-ecb-president-mario-draghi-vowsto-protect-euro-a-846629.html> BBC: <http://www.bbc.com/news/business-18998083>;

The Guardian: <https://www.theguardian.com/business/2012/jul/26/euro-irreversible-mario-draghi-ecb> Forbes: <http://www.forbes.com/sites/abrambrown/2012/07/26/draghi-well-do-whats-needed-to-save-theeuro/#58ed6c823eb4>;

⁶⁴ LIIKANEN, E. *Low interest rate environment and systemic risks - current issues*, 2016

degli attori coinvolti, l'implementazione di misure efficaci e la scelta oculata di tempo e parole hanno contribuito a trasformare un discorso “normale” in uno “storico”.

Successivamente, i principali strumenti di politica monetaria attraverso cui la BCE interviene sui mercati monetari e creditizi così da perseguire i propri obiettivi sono:

Le operazioni di mercato aperto (c.d. OMO), Le variazioni dei tassi ufficiali e la movimentazione del coefficiente di riserva obbligatoria.⁶⁵

Le Operazioni di Mercato Aperto sono attività condotte dalla Banca Centrale Europea con l'obiettivo di regolare l'offerta e la domanda di liquidità nel sistema finanziario. Queste operazioni sono avviate inizialmente dalla BCE e mirano a stabilizzare i tassi di interesse, definire le condizioni di liquidità e indicare l'indirizzo della politica monetaria. Le OMO si suddividono in diverse categorie in base alla frequenza, alle modalità di esecuzione e agli obiettivi:

1. Operazioni di rifinanziamento principale: Condotte settimanalmente tramite aste standard, queste operazioni rappresentano un elemento significativo nel soddisfare le esigenze di finanziamento del sistema bancario.
2. Long Term Refinancing Operations (LTRO): Effettuate mensilmente tramite aste standard con una durata di tre mesi, le LTRO hanno lo scopo di fornire liquidità alle banche senza trasmettere specifici segnali sulla politica monetaria ai mercati.
3. Operazioni di fine tuning: Queste operazioni, che possono essere sia di assorbimento che di finanziamento, sono regolate attraverso aste veloci o procedure bilaterali. Si svolgono in modo non regolare e di solito coinvolgono operazioni temporanee.
4. Operazioni strutturali: Esclusivamente di finanziamento, queste operazioni consentono alla Banca Centrale di modificare la sua posizione strutturale nei confronti del settore finanziario. Sono regolate tramite aste standard o procedure bilaterali, possono essere effettuate con regolarità o in modo sporadico e non hanno una scadenza prestabilita.⁶⁶

⁶⁵ BAHAJ, S. A. *Systemic Sovereign Risk: Macroeconomic Implications in the Euro Area*, Discussion paper 2014-6, LSE, Centre for Macroeconomics, 2014

⁶⁶ CHERNENKO, S., E SUNDERAM, A. *Friction in Shadow Banking: Evidence from the Lending Behavior of Money Market Mutual Funds*, The Review of Financial Studies, 27(6), 1717-1750, 2014;

È importante sottolineare che lo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e della BCE stabilisce requisiti specifici di idoneità per le controparti autorizzate e per le attività ammissibili in relazione a queste operazioni.

Per quanto riguarda le controparti ammesse, è fondamentale distinguere tra le operazioni temporanee e quelle condotte tramite aste veloci e procedure bilaterali. Nel caso delle operazioni temporanee, è richiesto che le istituzioni siano soggette al regime di riserva obbligatoria secondo l'art. 19.1 dello Statuto del SEBC e della BCE. Inoltre, devono essere finanziariamente solide e soddisfare i requisiti stabiliti dalle rispettive Banche Centrali.⁶⁷

Nel secondo caso, escludendo gli swap in valuta, le controparti vengono selezionate direttamente dalle Banche Centrali Nazionali tra quelle che rispettano specifici requisiti operativi. Per gli swap in valuta, gli istituti di credito devono essere in grado di condurre in modo efficiente operazioni in valuta di importo elevato in qualsiasi condizione di mercato.

Per quanto riguarda le attività utilizzabili come garanzia, vengono suddivise in due categorie: di primo livello, i cui criteri sono stabiliti dalla BCE, e di secondo livello, i cui criteri sono stabiliti dalle Banche Centrali Nazionali e successivamente approvati dalla BCE. Tra le prime rientrano i certificati di debito emessi dalla BCE e strumenti di debito con rating elevato denominati in euro. Tra le seconde, ci sono titoli di debito negoziabili e non negoziabili, nonché azioni emesse da società quotate.⁶⁸

Per mitigare il rischio di perdite dovute all'inadempienza delle controparti, il SEBC ha implementato precise misure di controllo del rischio. Ciò include la determinazione di un margine iniziale, l'applicazione di uno sconto sul valore di mercato delle attività idonee (haircut), e l'istituzione di margini di variazioni (marking to market) per evitare che il valore del collateral scenda al di sotto di una soglia critica nelle operazioni temporanee di immissione di liquidità.⁶⁹

⁶⁷ BEIRNE, J., E FRATZSCHER, M. *The Pricing of Sovereign Risk and Contagion During the European Sovereign Debt Crisis*, Journal of International Money and Finance, 34, 60-82, 2013.

⁶⁸ CORRADIN, S., E RODRIGUEZ-MORENO, M., *Violating the Law of One Price: The Role of Non-conventional Monetary Policy*, Working paper 1927, ECB, 2016;

⁶⁹ D'AGOSTINO, A., E EHRMANN, M. *The Pricing of G7 Sovereign Bond Spreads—The Times, They Are A-changing*, Journal of Banking & Finance, 47, 155-176, 2014.

Le operazioni di mercato aperto, attuate unicamente su iniziativa della BCE, si contrappongono alle cosiddette standing facilities, che sono avviate su iniziativa delle controparti. Queste ultime hanno l'obiettivo di immettere o assorbire liquidità overnight, segnalare l'orientamento generale della politica monetaria e stabilire un limite alle fluttuazioni dei tassi di interesse del mercato overnight. Esse si dividono in due categorie:

- A. Operazioni di rifinanziamento marginale: Consentono alle banche di ottenere liquidità overnight, potenzialmente in quantità illimitata, a un tasso prestabilito dal Consiglio Direttivo, di solito superiore a quello di mercato. Queste operazioni sono utilizzate per far fronte a fabbisogni temporanei di liquidità. La controparte può fornire garanzie mediante pronti contro termine overnight o prestiti overnight garantiti, in cui l'attività viene offerta in garanzia mantenendone la proprietà.
- B. Operazioni di deposito presso la Banca Centrale: Consentono alle banche di depositare liquidità in eccesso presso la BCE, sempre per il periodo di una notte, con una remunerazione pari al tasso di deposito prestabilito, di solito inferiore a quello di mercato.

I tassi relativi a queste operazioni definiscono il cosiddetto corridoio dei tassi overnight, all'interno del quale il tasso giornaliero può oscillare liberamente. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale rappresenta il limite massimo, mentre il tasso di deposito presso la Banca Centrale costituisce il limite minimo.

Oltre alle operazioni di mercato aperto e alle standing facilities, la BCE dispone dell'uso del coefficiente di riserva. Le banche dell'Eurozona sono tenute a detenere conti di deposito presso le rispettive Banche Centrali Nazionali, come stabilito dallo Statuto del SEBC/BCE. La riserva obbligatoria ha due obiettivi principali: stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e creare o ampliare uno strutturale deficit di liquidità nel sistema bancario.⁷⁰

Le banche devono soddisfare la riserva obbligatoria in base alla media dei saldi giornalieri dei conti di deposito nel periodo di mantenimento, consentendo loro di mobilitare le riserve in base alle condizioni prevalenti sul mercato interbancario. In

⁷⁰ Di Giorgio, G. *BCE, La politica monetaria unica terza fase, Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, anno 1998, op.cit., p. 126;

caso di inadempienza, è prevista una penalizzazione, e le banche possono essere sospese dalle operazioni di mercato aperto e dalle operazioni su iniziativa delle controparti. La BCE può anche richiedere l'adempimento giornaliero dell'obbligo di riserva, revocando la possibilità di mobilitazione delle riserve per l'istituto inadempiente.

Quanto appena esposto verrà poi ripreso e approfondito nella trattazione del secondo capitolo.

1.g La risposta della BCE alla crisi del debito sovrano

Ripercorriamo adesso i passaggi cruciali messi in atto dalla BCE per contrastare la crisi del debito sovrano e cercare di stabilizzare i mercati.

Dopo una prima fase di immobilismo dovuta ai tentennamenti degli stati membri (principalmente della Germania) la Banca Centrale si attivò a partire dal maggio 2010. Il 10 maggio, infatti, il consiglio direttivo annunciò il cosiddetto SMP, ovvero Security Market Program, primo programma di acquisto sul mercato secondario di titoli di stato da parte della Banca Centrale Europea. L'obiettivo di questo piano era garantire liquidità al mercato dei bond statali, che in alcuni Paesi aveva smesso di funzionare correttamente o era addirittura congelato. La finalità ultima era assicurare il corretto funzionamento dei meccanismi di trasmissione monetaria, i quali erano fortemente ostacolati dalla crisi economica.

Al fine di evitare che l'iniezione di liquidità potesse influenzare negativamente la stabilità dei prezzi, elemento cardine della politica monetaria europea, l'Eurosistema si impegnò a implementare operazioni aggiuntive per riassorbire l'entità della liquidità immessa nel sistema. Tale processo avveniva attraverso la sterilizzazione del Securities Markets Program, assicurando così che l'impatto sull'economia fosse gestito in modo prudente e in linea con gli obiettivi stabiliti dalla politica monetaria europea. Nel giugno del 2010, la Banca Centrale Europea istituì l'European Financial Stability

Facility (EFSF), un fondo temporaneo di 440 miliardi di euro ottenuti tramite l'emissione di propri bond EFSF e altri strumenti di debito⁷¹.

La BCE chiarì sin da subito che questo meccanismo di gestione delle crisi era di natura temporanea e che coloro che richiedevano i fondi dovevano impegnarsi in una serie di riforme di “aggiustamento”⁷². Tali riforme erano orientate a garantire la solidità delle finanze pubbliche attraverso politiche di austerità, alcune delle quali già richiamate durante la trattazione. Il fondo entrò immediatamente in azione, fornendo sostegno finanziario alla Grecia a partire da giugno 2010, e successivamente ad altri Paesi con livelli critici di debito, tra cui l'Irlanda a partire da novembre 2010 e il Portogallo da aprile 2011. Queste operazioni, una volta annunciate, contribuirono a ridurre lo spread e ad alleviare le tensioni sui mercati finanziari.

Nel corso del 2011, la crisi si acuì a causa del deterioramento della situazione finanziaria pubblica in diversi Paesi e delle incertezze riguardo alla ristrutturazione del debito greco. Sebbene un accordo fosse stato raggiunto nel mese di luglio, le misure non sarebbero state messe in atto fino alla primavera dell'anno successivo, creando un lungo periodo di incertezza e volatilità. Per comprendere perché un'intesa sul debito greco potesse contribuire ad un aggravamento della crisi, è essenziale considerare un precedente momento politico: la cosiddetta dichiarazione di Deauville, avvenuta nell'ottobre del 2010. Questa dichiarazione generò turbolenze sui mercati finanziari che perdurarono per diversi anni.⁷³

A tal punto, il presidente francese Sarkozy e la cancelliera tedesca Merkel divulgarono un comunicato congiunto, proponendo un quadro per risolvere potenziali crisi di debito future nell'Eurozona. Elemento chiave di questo piano era la creazione di un fondo permanente, il futuro Meccanismo Europeo di Stabilità, destinato a sostituire l'appena implementato EFSF al termine delle sue funzioni. Nel comunicato si faceva anche riferimento al concetto di “private sector involvement” (PSI), indicando che nel processo di ristrutturazione del debito, sarebbe stato coinvolto anche il settore privato,

⁷¹Banca Centrale Europea (2010), The ECB's response to the financial crisis, monthly bulletin October 2010

⁷² Trichet J.C. (2010) *State of the Union: The Financial Crisis and the ECB's Response between 2007 and 2009*, J. Common Mkt. Stud., HeinOnline.

⁷³ D'Adda, C. (2009). *La crisi finanziaria globale 2008-2009*. Rivista Internazionale Di Scienze Sociali, 117.

il quale, secondo le prospettive di Francia e Germania, avrebbe dovuto assumersi la responsabilità per i rischi assunti. Benché tali proposte si sarebbero concretizzate solo nel 2013, quando l'EFSF avrebbe concluso il suo operato, nei mercati emerse la preoccupazione che questo approccio fosse già stato applicato all'accordo sulla ristrutturazione del debito greco.⁷⁴

Il segnale che l'Europa non avrebbe assunto integralmente i rischi di uno dei suoi Stati Membri ebbe un impatto negativo sui mercati finanziari, generando due conseguenze disastrose: la fuga di capitali e l'incremento delle speculazioni. Questi effetti non si limitarono alla sola Grecia ma, a causa delle preoccupazioni, in alcuni casi infondate, che gli altri Paesi fortemente indebitati potessero trovarsi in una situazione di insolvenza simile a quella greca, si diffusero agli altri membri del gruppo P.I.I.G.S. Una serie di attacchi speculativi si concentrò inizialmente su Irlanda e Portogallo, costringendoli, come accennato precedentemente, a chiedere il sostegno dell'EFSF.⁷⁵ Successivamente, gli attacchi si estesero a Spagna e Italia, con un notevole aumento degli interessi: lo spread tra i titoli di stato di questi due paesi e i bund superò i 300 punti base nel luglio 2011, continuando ad aumentare nei mesi successivi (raggiungendo un massimo di 574 punti base in Italia nel novembre 2011).

Nonostante il contesto descritto, i primi indicatori macroeconomici del 2011 indicavano una lenta ripresa, con una crescita del PIL dello 0,8% nel primo trimestre. Tuttavia, si profilava una minaccia alla stabilità dei prezzi, con un tasso di inflazione in aumento che, a marzo 2011, si attestava intorno al 2,6%.

In risposta a queste sfide, la BCE implementò una politica restrittiva con due rialzi (aprile 2011 e luglio 2011) di 25 punti base del suo tasso di rifinanziamento principale, che si manteneva all'1% da due anni. In seguito, le valutazioni retrospettive della BCE, espresse nel 2018 dal vicepresidente Vítor Constâncio in una conferenza a Malta, indicarono che tali rialzi erano stati prematuri e basati su stime macroeconomiche eccessivamente ottimistiche.

⁷⁴ Antoniazzi S. *La Banca Centrale Europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*. Giappichelli editore, Torino, 2013;

⁷⁵ Zettelmeyer J., Trebesch C., Gulati M. *The Greek Debt Restructuring: An Autopsy*, 28 Economic Policy, 2013;

Un ulteriore elemento di riflessione per la banca centrale fu la condizione del settore bancario, ancora in convalescenza dalla crisi dei subprime. Le politiche di austerità in corso in alcuni Paesi europei rallentarono il processo di ricapitalizzazione, nonostante l'assistenza fornita dall'Enhanced Credit Support. Queste condizioni di instabilità nel settore rappresentarono inevitabilmente un ostacolo alla trasmissione efficace della politica monetaria europea, tanto da compromettere la ripresa.

La stretta creditizia, infatti, unita all'instabilità dei mercati finanziari, portò l'Eurozona in una nuova recessione nella seconda metà del 2011. In risposta, l'Eurosistema adottò una rapida e decisa inversione di rotta, che coincise con la fine del mandato di Trichet e l'inizio del mandato di Mario Draghi, diventato nuovo presidente della BCE.⁷⁶

Il 7 agosto 2011, il presidente Trichet emise una dichiarazione ufficiale annunciando il riattivarsi dei Security Market Programmes, a seguito degli impegni assunti dai governi spagnolo e italiano di attuare rapide riforme strutturali per ridurre i loro deficit (BCE, 2011). Infine, nell'ottobre 2011, ultimo mese del mandato Trichet, il Consiglio direttivo annunciò delle nuove misure non standard: due nuove LTRO a tasso fisso di rifinanziamento della durata di dodici e tredici mesi e un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite per un valore di 40 miliardi.⁷⁷

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

Subito dopo il suo insediamento, il presidente annunciò che dal 9 novembre la BCE avrebbe ridotto di 25 punti base tutti i suoi tassi di interesse ufficiali: il tasso di rifinanziamento principale scese all'1,25%, mentre il tasso di rifinanziamento marginale e il tasso sui depositi passarono rispettivamente al 2% e allo 0,50%.

Nemmeno un mese dopo, l'8 dicembre 2011, la BCE abbassò nuovamente i tassi di interesse di altri 25 punti base e introdusse una serie di misure non convenzionali, tra cui:

- L'implementazione di due ulteriori LTRO (Long-Term Refinancing Operations) denominate Very Long-Term Refinancing Operations (VLTRO) a causa della loro

⁷⁶ Banca Centrale Europea (2011), Monthly Bulletin August 2011;

⁷⁷ Banca Centrale Europea (2011), Monthly Bulletin October 2011;

durata più lunga (3 anni). Queste operazioni comportarono l'emissione straordinaria di circa mille miliardi di euro di finanziamenti a basso costo con opzione di pagamento anticipato dopo un anno, supportando il flusso di credito nell'Eurozona, in particolare nelle banche spagnole e italiane.

- La riduzione del tasso di riserva obbligatoria, dimezzato dal 2% all'1%.
- L'ampliamento delle garanzie attraverso un abbassamento della soglia di rating necessario, consentendo alle banche di utilizzare prestiti come collaterale per ottenere più liquidità, a parità di bilancio.⁷⁸

Contemporaneamente, all'inizio del 2012, si registrarono importanti sviluppi politici a livello europeo per affrontare le sfide emerse dalla crisi. Nel febbraio 2012, mediante un trattato intergovernativo, venne istituito il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), che divenne operativo a ottobre 2012 con l'obiettivo di sostituire il temporaneo EFSF con un istituto permanente con una capacità finanziaria di 500 miliardi. Il MES aveva il compito di fornire supporto finanziario, sotto condizioni rigorose, ai Paesi che avessero difficoltà a finanziarsi sui mercati. L'entrata in funzione di questo organo fu ritardata dalla ostilità di alcuni Stati, inclusa la Germania, che sollevavano dubbi sulla sua legittimità. Il trattato fu sottoposto al giudizio della Corte costituzionale Federale tedesca, e solo dopo la sua approvazione nel settembre 2012, la Germania ratificò l'accordo internazionale.

La seconda innovazione sul fronte politico riguarda il Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'Unione Economica e Monetaria, noto anche come fiscal compact, firmato nel marzo del 2012. Con questo accordo internazionale, gli Stati membri si sono impegnati a perseguire almeno il pareggio di bilancio e a destinare eventuali entrate aggiuntive alla riduzione del proprio disavanzo. Inoltre, il trattato conferisce maggior potere di intervento alla Commissione Europea, le cui raccomandazioni per i disavanzi eccessivi devono necessariamente essere seguite dai Paesi cui sono rivolte.⁷⁹

Pochi mesi dopo, il 29 giugno 2012, in seguito a un vertice tra i capi di Stato dell'UE, viene annunciata la volontà di creare un'unione bancaria, in cui la BCE avrebbe assunto

⁷⁸ STARK, J. *The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform*, 2011

⁷⁹ PACE, L. F. *La crisi del "sistema" euro (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni (The 'Euro System' Crisis: Causes, Phases, Players and Solutions)*, 2014.

il ruolo di supervisione. Questa entra in funzione solo due anni dopo con la forma del Single Supervisory Mechanism, come descritto precedentemente.⁸⁰

Nonostante le politiche macroeconomiche adottate e l'evoluzione del contesto politico nell'Unione Economica e Monetaria, le tensioni nei mercati finanziari non si placarono, anzi lo spread di alcuni Stati, soprattutto Italia e Spagna, raggiunse nuovi picchi.

Gli investitori scommettevano assiduamente contro i Paesi indebitati, costringendoli ad aumentare i propri tassi di interesse, inclusi in alcuni casi il premio di ridenominazione, ovvero il rischio che tali Paesi potessero abbandonare l'euro.

Di fronte a questo scenario, l'11 luglio 2012, la BCE reagì prontamente, riducendo nuovamente tutti i suoi tassi ufficiali di 25 punti base (il tasso sui depositi scese allo 0%). Tuttavia, il 26 luglio 2012, in occasione della Global Investment a Londra, il presidente della BCE, Mario Draghi, inviò un chiaro messaggio ai detrattori della stabilità dell'Eurozona, affermando che l'euro era ormai un passo irreversibile e indicando le azioni che la BCE avrebbe intrapreso per la sua salvaguardia.

Con queste poche parole, divenute poi celebri, la BCE evidenziò chiaramente che gli attacchi speculativi non avrebbero avuto successo.

Poco dopo, il 2 agosto 2012, il Consiglio direttivo annuncia un programma di Outright Monetary Transactions (OMT), che consiste nell'acquisto potenzialmente illimitato, ma sotto condizioni stringenti, di titoli di Stato sul mercato secondario. Circa un mese dopo, il 6 settembre 2012, la BCE pubblica una nota tecnica che spiegava dettagliatamente come funzionavano le OMT. Il loro scopo era “[...] safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy”, ovvero garantire la trasmissione della politica monetaria e la sua unicità.⁸¹

Venne inoltre specificato che la liquidità immessa nel sistema sarebbe stata totalmente sterilizzata. Questo sostegno è stato fornito con una clausola importante, ossia che i Paesi richiedenti fossero sottoposti a programmi di stabilità del MES e che la sottoscrizione vincolasse anche eventuali governi futuri. Con questa misura, la BCE si

⁸⁰ Gibson, H. D., Hall, S. G., & Tavlás, G. S. *The Greek financial crisis: Growing imbalances and sovereign spreads*. Journal of International Money, and Finance, 2012.

⁸¹ BAHAJ, S. A. *Systemic Sovereign Risk: Macroeconomic Implications in the Euro Area*, Discussion paper 2014-6, LSE, Centre for Macroeconomics, 2014

è posta di fatto come prestatore d'ultima istanza, fornendo una risposta robusta ai timori infondati di un possibile crollo dell'euro e agli speculatori che auspicavano il contrario. Per questo motivo, i media definirono le OMT come il piano “salva-euro” o “anti-spread”.⁸²

Il programma OMT venne accolto positivamente da tutti i Paesi europei; anzi, fu oggetto di critiche, principalmente da parte della Bundesbank e della Corte costituzionale tedesca. A Draghi fu poi mossa l'accusa di aver agito al di fuori delle sue competenze, le quali avrebbero dovuto limitarsi esclusivamente a garantire la stabilità dei prezzi all'interno dell'eurozona.⁸³ La sua responsabilità era di assicurarsi che gli Stati membri contenessero l'inflazione e seguissero le indicazioni della banca centrale per la trasmissione della politica monetaria. Secondo la Bundesbank e la Corte costituzionale tedesca, le OMT avrebbero rappresentato un finanziamento monetario di bilancio, in palese contrasto con l'Art. 123 del TFUE, noto come la “no bail-out clause”.

Per questi motivi, la Bundesbank ha sollevato i suoi dubbi presso la Corte costituzionale tedesca di Karlsruhe, la quale ha riconosciuto i rischi sopra menzionati e rimandato la decisione alla Corte di Giustizia europea. Nel giugno 2015, quest'ultima ha confermato la legittimità delle OMT, giudicandole conformi alle disposizioni dei trattati.⁸⁴

Anche se il programma OMT non è mai stato attivato, la semplice possibilità di richiederne il supporto è stata sufficiente a tranquillizzare i mercati, che hanno reagito positivamente, come evidenziato dal calo drastico dello spread.⁸⁵

L'8 maggio 2013, è stata adottata l'ultima misura di questa intensa fase della crisi: un ulteriore abbassamento del tasso di rifinanziamento principale e del tasso di rifinanziamento marginale, ridotti rispettivamente di 25 e 50 punti base e portati al 1% e allo 0,50%. Grazie alle decisioni di politica monetaria illustrate in questo paragrafo, a metà del 2013 i mercati finanziari si sono stabilizzati, e l'Eurozona è tornata a

⁸² GIORDANI A.- *L'evoluzione Della Strategia Di Politica Monetaria Della Bce A Seguito Delle Crisi*, 2020

⁸³ ALTAVILLA, C., GIANNONE, D., E LENZA, M. *The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements*, Working paper 1707, ECB, 2014

⁸⁴ Capriglione F., Semeraro G. *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, l'Unione Europea tra rischi e opportunità*. UTET giuridica, Torino, 2012;

⁸⁵ Banca Centrale Europea. Technical features of Outright Monetary Transactions, 2012;

crescere, seppur lentamente. Ciò ha segnato l'inizio di una nuova fase iniziativa della BCE, volta a implementare misure necessarie per sostenere la crescita e uscire definitivamente dalla crisi dei debiti sovrani.⁸⁶

Le misure adottate da Trichet inizialmente e successivamente da Draghi sono state sottoposte a un'analisi approfondita da parte della stessa BCE. L'obiettivo era valutare se le politiche monetarie non convenzionali e il mantenimento dei tassi di interesse potessero portare a un'instabilità nei prezzi, andando contro la missione della banca centrale. L'indagine ha rivelato che gli strumenti utilizzati, sebbene potessero teoricamente portare a uno squilibrio dei prezzi, non hanno avuto impatti sui prezzi dei beni. Le misure non convenzionali sono quindi state considerate una risposta necessaria a condizioni macroeconomiche altrettanto non convenzionali.

Nonostante gli interventi evidenziati, la ripresa dell'economia europea dopo la crisi è stata lenta e gravemente ostacolata dagli eventi globali, come l'annessione russa della Crimea, che ha destabilizzato i mercati. Il timore più significativo nel periodo post-crisi era la possibilità di un prolungato periodo di deflazione, causato dall'oscillazione dei prezzi dell'energia nel corso del 2014.⁸⁷

Durante questo periodo, la produzione petrolifera ha superato le aspettative, con Paesi come Libia e Iraq che, nonostante le tensioni geopolitiche, hanno continuato a fornire regolarmente petrolio. Ciò ha creato un eccesso di offerta rispetto a una domanda limitata, riflettendo la modesta crescita globale. Di conseguenza, il prezzo dell'energia è drasticamente diminuito (-41% nell'Eurozona), abbassando le aspettative sull'inflazione, già basse a causa della crisi.

La BCE, già prima dell'ulteriore spinta deflazionistica sopra menzionata, aveva cercato di riportare l'inflazione al suo obiettivo del 2%. Nel luglio 2013, la Banca Centrale aveva iniziato a utilizzare la forward guidance, annunciando in anticipo le sue intenzioni sulla politica monetaria futura. Per stimolare l'inflazione, la BCE solitamente riduce i propri tassi di interesse principali (come già fatto in precedenza), ma se questi sono già a livelli molto bassi, un ulteriore abbassamento potrebbe non avere gli effetti sperati. La forward guidance ha cercato di compensare questa

⁸⁶ Banca Centrale Europea. Monthly Bulletin September 2013;

⁸⁷ Hausman A., Johnston W.J. *Timeline of a financial crisis: Introduction to the special issue*. Journal of Business Research, 2014;

limitazione, consentendo agli operatori economici di pianificare investimenti sulla base di una chiara comunicazione della politica monetaria e anticipando l'andamento dei tassi di interesse sui prestiti.⁸⁸

In questo periodo, la BCE ha riconosciuto che, nonostante le sue misure abbiano sostenuto le banche e gli Stati dell'Eurozona, la sua politica monetaria ha avuto un impatto limitato, se non parziale, sull'economia reale. La diminuzione dei tassi di interesse, che ha raggiunto un totale di 125 punti base tra settembre 2011 e giugno 2014, non ha spinto le banche dei Paesi più colpiti dalla crisi ad aumentare i prestiti alle imprese e alle famiglie, riducendo la crescita europea e abbassando ulteriormente le stime sull'inflazione.⁸⁹

Affrontando questo scenario, nel giugno del 2014, durante una conferenza stampa seguita a una riunione del Consiglio Direttivo, il presidente Draghi ha annunciato le intenzioni della BCE per il futuro immediato: “In pursuing our price stability mandate, today we decided on a combination of measures to provide additional monetary policy accommodation and to support lending to the real economy”.

Il pacchetto di misure annunciato includeva:

- Una riduzione dei tassi di interesse principali, con il tasso per le operazioni MRO abbassato di 10 punti base (0,15%), quello marginale di 35 punti base (0,40%) e quello sui depositi di 10 punti base (-0,10%), abbattendo così il muro dei tassi di interesse negativi. Ciò significava che le banche avrebbero pagato interessi sui propri depositi presso la banca centrale, incoraggiandole a risparmiare di meno e a fornire credito a costo di perdere interessi.
- L'implementazione delle Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO), cioè delle LTRO a tasso fisso con una scadenza massima di quattro anni (settembre 2018). Le banche potevano prendere in prestito una quantità massima di liquidità pari al 7% della somma dei prestiti concessi al settore privato non finanziario dell'area euro, esclusi i mutui.

⁸⁸ SZCZERBOWICZ, U., *The ECB Unconventional Monetary Policies: Have They Lowered Market Borrowing Costs for Banks and Governments?*, International Journal of Central Banking, 11(4), 91-127, 2015

⁸⁹ ECB Annual Report 2014;

- Un pacchetto di accompagnamento alle TLTRO comprendente due programmi di acquisto di attività del settore privato: un programma di acquisto di asset backed-securities (ABS) e un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite.⁹⁰

Tuttavia, nonostante queste misure avessero un impatto, non riuscirono a fornire lo stimolo economico atteso. Di conseguenza, il 22 gennaio 2015, la BCE annunciò un programma ancora più significativo, l'Expanded Asset Purchase Programme (EAPP), comunemente chiamato “quantitative easing” (QE). Questo programma prevedeva l'acquisto mensile di titoli, pubblici o privati, per un valore di 60 miliardi a partire da marzo 2015.⁹¹

Il QE non fu un'innovazione della BCE, essendo già stato implementato in Giappone nel 2001 e dalla Bank of England in Regno Unito e dalla Federal Reserve negli Stati Uniti in seguito alla crisi finanziaria. In sostanza, il QE consiste nella creazione di liquidità da parte della banca centrale, utilizzata per acquistare titoli pubblici o privati. A differenza delle OMT, la liquidità creata non viene sterilizzata, mirando a sostenere l'economia reale.⁹²

Nonostante ciò, l'EAPP non raggiunse il suo obiettivo di inflazione al 2%, e le cause di questo insuccesso furono attribuite alla stagnazione della domanda. Il QE funzionò invece negli Stati Uniti, grazie a una politica fiscale espansiva, a differenza dell'Europa, dove molti governi nazionali mantennero o ridussero gli investimenti pubblici a causa dell'alto debito nazionale.

A complicare ulteriormente la situazione inflattiva vi furono eventi globali come il crollo del mercato azionario cinese nel 2015 e la svalutazione inaspettata del renminbi. Di fronte a queste sfide, la BCE rimodellò le sue misure, abbassando ulteriormente il tasso di interesse sui depositi e ampliando la portata dell'EAPP con l'inclusione di un programma di acquisto di titoli corporate privati (CSPP) e l'annuncio di quattro nuove TLTRO. L'effetto combinato di queste misure stimolò la domanda domestica,

⁹⁰ KIM, T.-H., LEE, D. J., E MIZEN, P. *Impulse Response Analysis in Conditional Quantile Models and an Application to Monetary Policy*, Mimeo, University of Nottingham, 2018

⁹¹ Draghi M. *Introductory statement to the press conference*, Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 22 January 2015, ECB Press Conferences;

⁹² ECB Annual Report 2015;

portando a una solida ripresa economica nonostante le fragilità dell'economia globale, con l'inflazione che risali al 1,8% all'inizio del 2017⁹³.

1.h Effetti sulle banche e sul sistema finanziario europeo

In Italia, come in molte altre nazioni, le banche hanno subito notevoli conseguenze a causa della lunga e profonda crisi economica, particolarmente intensa nel nostro paese. Le difficoltà specifiche di alcuni intermediari sono state accentuate da gestioni imprudenti o scorrette, che hanno portato a crisi irreversibili. I problemi del settore e la risposta del Governo e delle autorità di vigilanza hanno attirato l'attenzione di analisti, politici e mezzi d'informazione, oltre che dei risparmiatori. Al centro del dibattito sono stati l'aumento dei crediti deteriorati e l'applicazione della disciplina europea sugli aiuti di Stato, insieme alle nuove regole sul risanamento e la risoluzione delle banche in caso di crisi.

La discussione è stata talvolta poco chiara, con imprecisioni e incertezze riguardanti la natura e il peso effettivo dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche, nonché la relazione tra la loro crescita e l'andamento dell'economia.⁹⁴ Le difficoltà di coordinamento e i conflitti tra le autorità, nazionali e sovranazionali, hanno in alcuni casi ostacolato una pronta risposta ai problemi, suscitando preoccupazioni sulla stabilità finanziaria globale.

Possiamo affermare che l'indebolimento delle banche italiane e le crisi di alcune di esse sono in gran parte conseguenza della doppia recessione che ha colpito la nostra economia a partire dalla crisi finanziaria globale del 2007-08. La crisi economica ha infatti portato numerose imprese e famiglie a non riuscire a rimborsare i finanziamenti, triplicando il peso dei crediti in sofferenza e deteriorati tra il 2007 e il 2015.

Le difficoltà del sistema bancario italiano non possono essere attribuite a una vigilanza lenta o disattenta, ma piuttosto alla peggiore crisi economica nella storia del paese. Gli

⁹³ Draghi M. *Introductory statement to the press conference*, Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 22 January 2015, ECB Press Conferences European Court of Justice (2015), Press Release no 70/15, Luxembourg, 16 June 2015;

⁹⁴ Ciavoliello L.G., Ciocchetta F., Conti F.M., Guida I., Rendina A. e Santini G. *“Quanto valgono i crediti deteriorati?”*. Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 3, Roma: Banca d'Italia, 2016.

interventi di vigilanza sono stati continui e pressanti, individuando le situazioni più critiche e contribuendo a risolvere numerosi casi di dissesto. È importante riconoscere che, date le profonde difficoltà del sistema produttivo, i casi di mala gestio hanno contribuito ad aggravare la situazione di alcune banche.⁹⁵

La gestione delle situazioni problematiche e delle crisi ha avuto luogo in un contesto regolamentare in continua evoluzione, con cambiamenti normativi, di vigilanza e sul fronte degli aiuti di Stato e della risoluzione delle banche. Le condizioni macroeconomiche e l'evoluzione della tecnologia hanno reso complesso cedere sul mercato le banche in crisi, e le restrizioni sugli interventi pubblici di sostegno sono aumentate dopo la crisi finanziaria globale. Nonostante ciò, le banche italiane hanno resistito oltre le aspettative, e diverse parti, compresa la Banca d'Italia, hanno definito il sistema bancario come “solido nel suo complesso”, sebbene con problemi specifici da affrontare. Da quello shock, infatti, il settore bancario italiano uscì meglio di quelli di altri paesi europei, dove si resero necessari interventi pubblici di entità considerevole. Alla fine del 2011 l'impatto di tali interventi sul debito pubblico ammontava a 48 punti percentuali del prodotto in Irlanda, a 11 in Germania, a 7 nei Paesi Bassi e in Belgio; in Italia era pari ad appena 0,2 punti. Tra la fine del 2012 e l'inizio del 2013 la Spagna fece ricorso a un prestito europeo per oltre 40 miliardi, circa il 4 per cento del PIL.

Diversi elementi hanno contribuito a preservare le banche italiane dall'impatto diretto della crisi finanziaria globale. In primo luogo, la predominanza di un modello di attività tradizionale basato sull'intermediazione del risparmio dalle famiglie alle imprese ha giocato un ruolo chiave.⁹⁶ L'attività tipica di banca d'investimento, associata a strumenti derivati e a quelli classificati come di livello 2 e 3, è stata e continua a essere una parte limitata nei bilanci delle banche italiane. La vigilanza ha svolto un ruolo di freno nell'assunzione di rischi, mentre le prassi consolidate improntate alla prudenza nella concessione di mutui ipotecari hanno contribuito a

⁹⁵ GONCALVES, S., e PERRON, B., *Bootstrapping Factor-augmented Regression Models*, Journal of Econometrics, 182(1), 156-173, 2014

⁹⁶ Banca d'Italia (2013), Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 5, Roma: Banca d'Italia, disponibile alla URL https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2013-5/rapporto_stabilita_finanziaria_5_2012.pdf;

contenere il debito delle famiglie, che rimane tra i più bassi in Europa in proporzione sia al PIL sia al reddito disponibile.⁹⁷

La ripresa, avviata con decisione a livello globale nella seconda metà del 2009, è stata interrotta in Europa dallo scoppio della crisi dei debiti sovrani alla fine del 2010, quando sono emerse le reali condizioni dei conti pubblici della Grecia. In questa fase, la risposta delle politiche è stata più lenta, anche a causa di lacune nella governance economica dell'area dell'euro. In Italia, gli effetti di questa seconda fase della crisi sono stati al contrario particolarmente gravi rispetto alla media degli altri paesi europei: tra il secondo trimestre del 2011 e il primo del 2013, il PIL italiano è sceso di oltre 5 punti percentuali, mentre nel resto dell'area dell'euro la diminuzione è stata di appena 1 punto percentuale.

In meno di tre anni, la seconda recessione ha causato un nuovo e significativo aumento dei tassi di deterioramento dei prestiti bancari.⁹⁸ Questo incremento è stato particolarmente marcato per le imprese, con valori che si avvicinavano al 10%

Il peggioramento della qualità del credito ha coinvolto tutti i settori. Lo stock di crediti deteriorati ha continuato a crescere anziché diminuire come ci si aspetterebbe durante una ripresa economica. Nel 2015, ha raggiunto un picco di 360 miliardi in termini lordi e circa 200 miliardi (l'11% dei prestiti) in termini netti, tenendo conto delle rettifiche di valore già contabilizzate nei bilanci.

Tra i crediti deteriorati netti, quasi 90 miliardi erano rappresentati da sofferenze, cioè prestiti verso debitori insolventi, con le banche che detenevano 85 miliardi di garanzie reali e circa 40 miliardi di garanzie personali. La restante parte includeva inadempienze probabili e prestiti scaduti, ovvero finanziamenti a soggetti temporaneamente in difficoltà ma con possibilità concrete di onorare i propri debiti. È evidente un legame sostanziale tra l'andamento della congiuntura economica e la qualità degli attivi delle banche.⁹⁹

⁹⁷ LUCAS, A., SCHWAAB, B., E ZHANG, X., *Conditional Euro Area Sovereign Default Risk*, Journal of Business & Economic Statistics, 32(2), 271-284, 2014

⁹⁸ Notapietro A. e Rodano L. *The Evolution of Bad Debt in Italy During the Global Financial Crisis and the Sovereign Debt Crisis: A Counterfactual Analysis*. Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, n. 350, Roma: Banca d'Italia, 2016;

⁹⁹ Banca Centrale Europea (2018), Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni

Diverse ricerche indicano che il deterioramento del credito durante entrambe le fasi della crisi è attribuibile principalmente all'evoluzione sfavorevole del quadro macroeconomico. Per quanto riguarda solo le sofferenze, la stima di una relazione tra il flusso annuale osservato tra il 1991 e il 2007 e la crescita del prodotto, il tasso di disoccupazione, la variazione dei prezzi delle case e i margini operativi lordi delle imprese spiega quasi il 90% delle nuove sofferenze registrate tra il 2008 e il 2016.

Nonostante la gravità della situazione, l'incidenza delle sofferenze nette sui prestiti è rimasta inferiore ai valori registrati a metà degli anni Novanta (4,8% nel 2015, contro il 5,9% nel 1996), malgrado la crisi economica più severa affrontata.

La crescita persistente dello stock di crediti deteriorati e la loro elevata persistenza sono state fortemente influenzate dalla lentezza delle procedure giudiziali di recupero e dal

limitato sviluppo del mercato secondario di tali attivi, che è sostanzialmente di tipo oligopolistico. In Italia, mediamente, sono necessari tre anni per risolvere una controversia in un tribunale di prima istanza e più di sette anni per chiudere una procedura fallimentare. Paesi dell'Unione europea più efficienti registrano tempi medi inferiori all'anno per entrambe le situazioni, se i tempi di recupero in Italia fossero allineati a quelli europei, il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei prestiti sarebbe oggi dimezzato. A causa della lentezza delle procedure legali, gli investitori specializzati operanti nel mercato privato dei crediti deteriorati, soprattutto fondi esteri di private equity, richiedono rendimenti molto elevati, talvolta superiori al 20%.

Le crisi bancarie non sono una novità nel contesto economico.¹⁰⁰ Le banche, pur svolgendo un ruolo cruciale nelle economie di mercato, sono esposte a rischi derivanti dalla natura della loro attività, la struttura dei bilanci e il modo in cui operano, tali rischi possono sfociare in situazioni di dissesto, talvolta su larga scala. Le crisi possono essere innescate da fattori in gran parte esterni al sistema bancario, e il ruolo primario delle autorità di vigilanza è mitigare tali rischi senza compromettere la capacità delle

deteriorate, marzo, Banca Centrale Europea (2018), Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate, marzo, Francoforte sul Meno: Banca Centrale Europea, disponibile alla URL

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf

¹⁰⁰ Angelini P. *Do High Levels of NPLs Impair Banks' Credit Allocation?*, Notes on Financial Stability and Supervision, n. 12, Roma: Banca d'Italia, 2018.

banche di finanziare famiglie e imprese. A tale scopo e per garantire una gestione efficace delle crisi, le autorità devono disporre degli strumenti adeguati.

La Banca d'Italia ha risposto a diverse sfide nel corso degli anni, adottando misure su vari fronti. A partire dal 2007, con l'inizio delle tensioni sui mercati interbancari, è stato avviato un monitoraggio stretto della liquidità delle banche, incoraggiandole ad aumentare la disponibilità di titoli utilizzabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema. Dal 2011, con l'estensione della crisi dei debiti sovrani all'Italia, il monitoraggio è stato intensificato, diventando talvolta addirittura infragiornaliero. A fine 2011, innanzitutto, è stato emanato un decreto-legge che ha permesso allo Stato di garantire le obbligazioni emesse dalle banche.

Dal 2012, l'azione di vigilanza sui crediti deteriorati è stata rafforzata, a seguito di un peggioramento significativo della qualità del credito, la Banca d'Italia ha avviato ispezioni mirate per verificare l'adeguatezza delle svalutazioni, richiedendo interventi correttivi alle banche con copertura inadeguata. Grazie alle azioni della Banca d'Italia e del Meccanismo di vigilanza unico (SSM) dell'Unione bancaria, il tasso di copertura dei crediti deteriorati è aumentato costantemente, raggiungendo il 52,7% per l'intero sistema bancario italiano alla fine del 2013, superando la media del 44,5% delle principali banche dell'Unione europea.

La recessione che ha seguito è stata più lunga e profonda del previsto, con una ripresa iniziale debole. La qualità del credito ha continuato a peggiorare, seppur a ritmi inferiori, e le perdite sui crediti hanno assorbito oltre il 100% del risultato di gestione delle banche, portando diverse di esse in difficoltà.

La gestione delle crisi è stata complicata da due fattori: la difficile situazione economica e le perdite significative subite dalle banche hanno ostacolato soluzioni basate sull'acquisizione da parte di banche più solide. Inoltre, le norme europee, soggette a profonde innovazioni dal 2013, hanno reso difficile l'uso di risorse pubbliche.

Nel 2013, la Commissione europea ha emanato una Comunicazione sugli aiuti di Stato alle banche, che ha introdotto principi restrittivi e ha sottolineato il principio del “burden sharing”. Nel 2015, la Commissione ha considerato il ricorso al Fondo interbancario di tutela dei depositi (FITD) equivalente a un intervento pubblico. Nel gennaio 2016, è entrata poi in vigore la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle

banche (BRRD), che prevede il bail-in come principale strumento in caso di dissesto, con azionisti, obbligazionisti e depositanti sopra i 100.000 euro chiamati a coprire le perdite. La risoluzione è ammessa solo se giudicata di “interesse pubblico”.

Durante la discussione sulla direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (BRRD), la Banca d'Italia, in qualità di consulente del Governo, ha manifestato chiaramente il suo disaccordo riguardo all'applicazione del bail-in a strumenti emessi sotto normative precedenti¹⁰¹. In un documento presentato dalla delegazione italiana nel marzo 2013 e condiviso con il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), è stata sottolineata l'importanza di un adeguato periodo di transizione per consentire alle banche di accumulare risorse e ai risparmiatori di rivalutare le loro scelte di investimento alla luce delle nuove regole.¹⁰² Si è anche sostenuto l'uso di un approccio contrattuale al bail-in, limitato a titoli di nuova emissione con una clausola esplicita per la svalutazione o la conversione in azioni in caso di risoluzione. Tuttavia, a livello europeo, prevalse un orientamento diverso.¹⁰³

Le crisi bancarie sono state affrontate utilizzando gli strumenti disponibili, con una selezione delle soluzioni che meglio preservava la clientela, il credito all'economia e la stabilità finanziaria. Tra il 2011 e il 2015, 36 banche sono state poste in amministrazione straordinaria. Nei 17 casi in cui non è stata possibile trovare una soluzione di mercato, le banche, rappresentanti circa lo 0,2% degli attivi del sistema bancario, sono state liquidate senza ripercussioni significative su depositanti e detentori di obbligazioni.

Nel novembre 2015, quattro banche locali, detentrici complessivamente dell'1% dei depositi del sistema bancario, sono state sottoposte a risoluzione applicando il burden sharing e con il supporto del Fondo di risoluzione nazionale. Dopo complesse trattative

¹⁰¹Banca d'Italia (2018), “Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati”, gennaio, Roma: Banca d'Italia, disponibile alla URL <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Linee-Guida-NPL-LSI.pdf>;

¹⁰²Angelini P., Bofondi M. e Zingales L. *The Origins of Italian NPLs*”, mimeo, Banca d'Italia e Università di Chicago, disponibile alla URL http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Origins%20of%20Italian%20NPLs_Angelini_Bofondi_Zingales.pdf, 2017;

¹⁰³Restoy F. *Bail-in in the New Bank Resolution Framework: Is There an Issue with the Middle Class?* Intervento alla IADI-ERC International Conference Resolution and Deposit Guarantee Schemes in Europe: Incomplete Processes and Uncertain Outcomes, Napoli, 23 marzo, Banca per i Regolamenti Internazionali;

con varie istituzioni europee e il Ministero dell'Economia e delle Finanze, queste quattro banche sono state successivamente vendute a due banche medio-grandi.

Nel luglio 2017, dopo un periodo di difficoltà iniziato nel 2010, la Commissione europea ha approvato la ricapitalizzazione precauzionale di Banca Monte dei Paschi di Siena da parte del MEF, accompagnata da misure di burden sharing e da un piano di ristrutturazione. Per Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza, non è stata concessa una ricapitalizzazione precauzionale, e le due banche sono state liquidate nel giugno 2017.¹⁰⁴

Nel processo di liquidazione, per mitigare i rischi e garantire la continuità dell'offerta di servizi finanziari, la Commissione europea ha autorizzato l'erogazione di un aiuto pubblico all'acquirente, in questo caso Intesa Sanpaolo. Tale aiuto è stato accompagnato da misure di burden sharing e finalizzato a coprire il fabbisogno di capitale generatosi dall'acquisizione e a sostenere le spese di ristrutturazione.¹⁰⁵

Nei casi in cui il burden sharing ha coinvolto obbligazioni subordinate sottoscritte dalla clientela al dettaglio, sono stati previsti meccanismi di ristoro ex post, a determinate condizioni. Gli azionisti delle banche hanno subito perdite sostanziali, in linea con quanto accaduto nelle altre banche quotate durante gli anni della crisi, ciononostante nel complesso le perdite degli azionisti bancari in Italia, rapportate al PIL, sono state inferiori rispetto a quelle verificatesi in Regno Unito, Irlanda e Spagna.

Nei casi appena menzionati, al dissesto hanno contribuito in misura rilevante episodi di

mala gestio, comportamenti scorretti quando non fraudolenti. In tali casi la Banca d'Italia ha sempre tempestivamente segnalato all'autorità giudiziaria le potenziali violazioni della legge.

In più occasioni sarebbe stata opportuna la rimozione dei singoli amministratori la cui condotta era stata incoerente con la sana e prudente gestione, ma tale facoltà è stata accordata dalla legge alla Banca d'Italia solamente nel 2015.¹⁰⁶

¹⁰⁴Albareto G. e Marinelli G. *Italian Banks and Market-Based Corporate Financing*. Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, n. 432, Roma: Banca d'Italia, 2018;

¹⁰⁵Albertazzi U., Notarpietro A. e Siviero S. *An Inquiry into the Determinants of the Profitability of Italian Banks*. Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, n. 364, Roma: Banca d'Italia, 2016;

¹⁰⁶Brodi E., Giacomelli S., Guida I., Marcucci M., Pischedda A., Profeta V. e Santini G. *Nuove misure per velocizzare il recupero dei crediti: una prima analisi del d.l. 59/2016*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 4, agosto, Roma: Banca d'Italia, 2016;

L'intervento della Vigilanza ha giocato un ruolo cruciale nel preservare la stabilità del sistema bancario italiano, con un onere per lo Stato notevolmente inferiore rispetto ad altri paesi. Anche considerando gli interventi effettuati l'anno precedente, l'impatto sul debito pubblico italiano derivante dal sostegno finanziario alle banche ammontava all'1,3% del prodotto alla fine del 2017, in contrasto con una media superiore al 5% nel resto dell'area. Le perdite nel settore bancario italiano sono state principalmente assorbite dagli intermediari stessi e dai loro azionisti, nonostante ciò, il capitale bancario di migliore qualità (CET1) alla fine dello scorso anno rappresentava il 13,8% degli attivi ponderati per il rischio, rispetto al 7% del 2008.

Potrebbe sorgere la domanda se un intervento pubblico più tempestivo sarebbe stato opportuno e possibile, e se la gestione dei crediti deteriorati avrebbe potuto beneficiare di una società sostenuta dallo Stato, nel 2013, ad esempio, le sofferenze nette, la parte di crediti deteriorati più adatta alla cessione, rappresentavano il 2,9% del totale dei prestiti, tuttavia, con le previsioni macroeconomiche favorevoli e le condizioni finanziarie pubbliche instabili, un intervento sistematico con un significativo contributo pubblico non sembrava giustificato. La situazione cambiò rapidamente nei successivi anni, con il protrarsi della crisi economica oltre le previsioni, alimentando la crescita dei prestiti deteriorati. L'azione delle banche avrebbe dovuto essere più tempestiva nella gestione dei crediti deteriorati, ma così non fu, tanto che la dimensione di tali crediti divenne rilevante, si esortò così gli intermediari a gestirli attivamente, ma successivamente emersero carenze nelle informazioni e inefficienze nelle procedure di recupero. Nel 2016, fu avviata una rilevazione sulle sofferenze per acquisire informazioni utili alla vigilanza e spingere le banche a migliorare la gestione dei crediti deteriorati, tanto che oggi queste dispongono di uno strumento fondamentale per gestire in modo attivo i crediti deteriorati, decidere quali cedere sul mercato e quali mantenere in bilancio ed eliminare le carenze informative che contribuiscono a rendere eccessivamente bassi i prezzi di vendita.¹⁰⁷

¹⁰⁷Le crisi bancarie e l'azione della Vigilanza", Audizione del Governatore della Banca d'Italia presso la Commissione Parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 19 dicembre, disponibile alla URL https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2017/Visco_Audizione_19122017.pdf;

1.i La dubbia indipendenza della BCE nella sua politica monetaria

Abbiamo già analizzato il concetto di indipendenza della BCE e cosa rappresenta nel suo rapporto con gli stati e gli organi dell'Unione. Questa comporta vantaggi di tipo tecnico (si pensi al controllo alle distorsioni inflazionistiche) e consente di prendere le migliori decisioni a livello finanziario per l'intera Comunità Europea, tanto da portare gli stati a far del loro meglio per rendere l'indipendenza ancor più acuita nello sviluppo delle sue politiche. Tuttavia, durante il periodo di crisi vissuto in Europa e nel mondo, ampiamente rappresentato in trattazione, le cose sembrano essere cambiate.

Le banche centrali, secondo diversi autori, sono state chiamate o si sono sentite obbligate a intraprendere molte azioni che mai avevano intrapreso prima di allora. Si pensi ai prestiti a singole banche sottoposti a garanzie che non soddisfacevano gli standard richiesti o ai prestiti a istituzioni finanziarie non bancarie, nonché l'acquisto di asset non tradizionali. Ognuna di queste attività insolite condivide un attributo in comune: la possibilità non banale che la Banca Centrale, e quindi indirettamente i contribuenti del paese, subiscano una perdita.¹⁰⁸

Per questo motivo tali azioni vengono spesso chiamate “politiche quasi fiscali”, un termine che indica la possibilità che queste comportino una spesa pubblica, attraversando la linea tra la politica monetaria e la politica fiscale, suggerendo ad alcuni l'idea che la Banca Centrale sconfini in quest'ultima.

Per molti la possibilità che l'indipendenza della banca centrale venisse messa in pericolo rappresentava più di un'ipotesi, sia per il clima politico e sociale più ampio, dove l'ascesa del populismo e di sentimenti anti-tecnocratici rischiava di influenzare gli sviluppi delle banche centrali, sia per l'evoluzione delle economie mondiali, diventate ormai più potenti e soprattutto più politiche, sviluppando alle volte il loro mandato ben oltre la sola politica monetaria in senso stretto.

¹⁰⁸ Alesina, A. and Tabellini, G. *Bureaucrats or politicians? Part II: multiple policy tasks* *Journal of Public Economics*, 2008, 92, 426-447. Balls, E., J. Howat, and Stansbury, A. *Central Bank Independence Revisited: After the financial crisis, what should a model central bank look like?* Harvard Kennedy School M-RCBG Associate Working Paper Series 67, 2016. Barro, R. J., and Gordon, D.B. *Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. *Journal of Monetary Economics*, 1983, 12, 101-21.

Il principale metodo di analisi dell'indipendenza di una banca centrale è il cosiddetto indice di Cukierman (aggiornato poi dagli studi di Bodea ed Hicks), noto luminaire dell'economia, venuto a mancare solo pochi mesi fa, il quale si basa su quattro caratteristiche: In primo luogo, una banca è considerata più indipendente se il governatore è nominato dal consiglio della banca centrale piuttosto che dal governo, non è soggetto a licenziamento e ha un mandato di lunga durata. In secondo luogo, il livello di indipendenza è tanto più alto quanto maggiore è la misura in cui le decisioni politiche vengono prese senza il coinvolgimento del governo. In terzo luogo, una banca centrale è più indipendente se il suo statuto stabilisce che la stabilità dei prezzi è l'obiettivo unico o primario della politica monetaria. In quarto luogo, l'indipendenza è maggiore se vi sono limitazioni alla capacità del governo di contrarre prestiti dalla banca centrale. Questo indice sembra essere il miglior proxy per valutare l'indipendenza per diverse ragioni, una delle quali è che questa misura tiene conto del conservatorismo della banca centrale come previsto dalla legge, ovvero della maggiore priorità che la legge della banca centrale attribuisce alla stabilità dei prezzi.¹⁰⁹

Seguendo l'indice appena riportato notiamo come l'indipendenza delle banche centrali sia cresciuta esponenzialmente a partire dagli anni 70, con un picco raggiunto intorno agli anni 2000 fino a stabilizzarsi.

Le cose sono però cambiate all'inizio della crisi finanziaria. In primo luogo, durante la crisi le banche centrali sono dovute intervenire su larga scala per mantenere la stabilità finanziaria. E, come sottolineato da Blinder (2012), durante una crisi finanziaria le autorità monetarie e fiscali hanno dovuto lavorare insieme più strettamente che in situazioni più normali per diverse ragioni, quali l'importanza della decisione di sopprimere o salvare delle banche con rilevanza nazionale.

¹⁰⁹ Berger, H., De Haan, J., and Eijffinger, S. C. W. *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*. Journal of Economic Surveys, 2001, 15, 3–40. Bernanke, B. S. *Central Bank Independence, Transparency, and Accountability*. Speech of Chairman Ben S. Bernanke at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan May 25, 2010. Blinder, A. S. *Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis*. Jackson Hole Symposium September 1, 2012. Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., de Haan, J. and Jansen, D. (2008). *Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence*. Journal of Economic Literature, 46, 910-45. Blinder, A. S., Ehrmann, M., De Haan, J. and Jansen, D. *Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis*. Forthcoming in the October 2017 issue of Economic Policy, 2017;

Dopo la crisi, molte banche centrali prestano maggiore attenzione alla stabilità finanziaria, a volte perché è stata loro data la responsabilità esplicita della vigilanza macroprudenziale, a volte perché ora interpretano la stabilità finanziaria come essenziale per il tradizionale perseguimento della stabilità macroeconomica.

Inoltre, la profondità della recessione seguita dalla crisi finanziaria ha spinto i tassi di interesse nominali a breve termine verso o vicino al loro limite inferiore effettivo, rendendo lo strumento politico tradizionale quasi impotente.

In risposta, molte banche centrali si sono rivolte a indicazioni prospettiche e/o a una serie di politiche monetarie non convenzionali, come prestiti alle banche (e talvolta anche a soggetti non bancari) in grandi volumi e acquisti di asset su larga scala (allentamento quantitativo), in entrambi i casi la banca centrale è andata ad utilizzare attivamente il proprio bilancio per influenzare il mercato.

Le nuove responsabilità e strumenti delle banche centrali hanno importanti conseguenze. In primo luogo, la stabilità finanziaria e le politiche monetarie non convenzionali delle banche centrali hanno implicazioni distributive più forti (Fernández-Albertos, 2015, Vujcic, 2016). Naturalmente, tutte le decisioni delle banche centrali influenzeranno sempre i prezzi relativi e quindi le loro scelte avranno comunque effetti redistributivi, ma nel corso del ciclo questi effetti si vanno più o meno a bilanciare. Tuttavia, le politiche monetarie macroprudenziali e non convenzionali hanno conseguenze redistributive molto più forti rispetto alle politiche monetarie convenzionali e ciò ha potenziali implicazioni per l'indipendenza delle banche centrali, questo è particolarmente vero per le politiche macroprudenziali.¹¹⁰

¹¹⁰ Bullard, J. *Central View: The Global Battle Over Central Bank Independence*, Fed. Res. Bank of St. Louis, Spring 2013. Cargill, T. F. *The Myth of Central Bank Independence*. Mercatus Working Paper, 2016. Cerutti, E., S. Claessens and L. Laeven. *The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence*. Journal of Financial Stability, 2017, 28, 203-224. Cochrane, J. H. (2011). *Determinacy and Identification with Taylor Rules*. Journal of Political Economy, 119 (3), 565-615. Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng and J. Silvia, J. (2012). *Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the US* NBER Working Paper 18170. Cukierman, A., S. B. Webb and B. Neyapti, B. (1992). *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes*. The World Bank Economic Review, 6, 353-398. Crowe, C. and E. Meade (2008). *Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*. European Journal of Political Economy, 24(4), 763-77. De Haan, J. (2017). *The Bundesbank*, forthcoming. De Haan, J., F. Amtenbrink and S. C. W. Eijffinger (1999). *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, No. 209, 169- 193

Secondo Vujcic (2016), infatti, l'impatto redistributivo della politica di stabilità finanziaria è spesso più centrale per la sua efficacia rispetto a quanto avviene con la politica monetaria. Gli strumenti macroprudenziali hanno conseguenze redistributive fondamentali per il loro successo, dalle stesse può infatti dipendere l'accettazione della misura da parte dei cittadini, rischiando lo scontento collettivo. Prendiamo, ad esempio, il caso di un boom immobiliare che potrebbe trasformarsi in un fallimento. Nel breve periodo, il boom aumenterà la ricchezza (apparente) dei proprietari di case e stimolerà la produzione nel settore delle costruzioni. I policy maker potrebbero ridurre l'ampiezza sia del boom che del bust utilizzando politiche macroprudenziali, ad esempio rendendo più rigorosi i limiti al rapporto prestito/valore (LTV) o al rapporto debito/reddito (DTI).

Poiché queste politiche danneggeranno i proprietari di case e il settore edile e renderanno più difficile l'acquisto di una casa per i nuovi arrivati sul mercato immobiliare, tali misure hanno conseguenze redistributive mirate e sono quindi politicamente poco attraenti, soprattutto se le elezioni sono vicine. Al contrario, una variazione del tasso di interesse ha un impatto molto ampio su tutte le imprese e sulla società. Quindi, anche se gli strumenti macroprudenziali sono alle volte quasi sicuramente dispositivi di intervento più efficienti, le loro conseguenze redistributive comportano che siano più difficili da delegare senza controversie.¹¹¹

I rischi evidenziati durante il periodo di crisi, inoltre, si riferiscono anche al pericolo di "dominanza fiscale", espressione utilizzata tempo fa da Sargent e Wallace per i casi in cui una banca centrale rischia di essere vincolata nel determinare l'inflazione da un'autorità fiscale che conta sul signoraggio¹¹² per onorare il proprio debito.

Per molto tempo questo rischio è stato considerato più un avvertimento teorico, almeno nel caso delle economie avanzate, ma con l'aumento del debito pubblico a livelli mai visti da decenni, il rischio che la politica fiscale domini la politica monetaria è diventato reale. Hall e Reis (2015) sottolineano che la strategia perseguita da molte banche centrali di economie avanzate, ovvero prendere in prestito ingenti quantità di

¹¹¹ ESER, F., E SCHWAB, B. *Evaluating the Impact of Unconventional Monetary Policy Measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme*, Journal of Financial Economics, 119(1), 147-167, 2016.

¹¹² Il signoraggio è il reddito ottenuto dagli Stati quando questi attribuiscono alle monete un potere d'acquisto superiore a quello del metallo con cui sono coniate.

fondi dalle banche commerciali sotto forma di riserve e investire tali fondi in attività rischiose con scadenze diverse, può costringere le banche centrali a impegnarsi in uno schema Ponzi o nel richiedere al governo un sostegno fiscale.¹¹³

Secondo Hails e Reis durante la crisi molte banche centrali si sono trovate ad affrontare diversi tipi di rischi. La Federal Reserve principalmente rischi legati all'aumento dei tassi di interesse, il che implicherebbe maggiori pagamenti sulle riserve dovute alle banche commerciali, mentre allo stesso tempo ridurrebbe anche il valore del portafoglio della Fed sulle obbligazioni a lungo termine. La Banca Centrale Europea (BCE) si è trovata ad affrontare lo stesso tipo di rischio connesso al tasso di interesse, ma ancor più importante è stato il rischio di default connesso alle obbligazioni dei paesi periferici dell'Eurozona. Questo era connesso alla detenzione diretta di obbligazioni nonché all'esposizione indiretta dovuta all'accettazione di titoli di stato come garanzia da parte delle banche commerciali. Il terzo tipo di rischio è il rischio di cambio affrontato dalle banche centrali di piccole economie aperte come la Banca nazionale svizzera.

Negro e Sims (2015) considerano un modello teorico per studiare se la mancanza di supporto fiscale possa implicare che la banca centrale non sia più in grado di controllare l'inflazione. Gli autori distinguono tra “supporto fiscale” e “sostegno fiscale”, dove quest'ultimo è definito come in Cochrane (2011), cioè un impegno dell'autorità fiscale a impostare la politica fiscale in linea con l'obiettivo di inflazione della banca centrale (vedi anche Reis, 2015).¹¹⁴ Il modello potrebbe avere equilibri

¹¹³ De Haan, J. and Eijffinger, S. C. W. *Central Bank Independence Under Threat?* CEPR Policy Insight, 2017, 87. De Haan, J., Eijffinger, S. C. W. and Waller, S. (2005). *The European Central Bank: Centralization, Transparency and Credibility*. Cambridge (MA), MIT Press. De Haan, J., Houben, A. and Van der Molen, R. (2012). *Governance of macroprudential policy*. Zeitschrift fuer Oeffentliches Recht, 67(2), 283-302. De Haan, J. and Kooi, W. (2000). Does Central Bank Independence Really Matter? *Journal of Banking and Finance*, 24, 643-664. De Haan, W., Ellison, M., Ilzetzki, E., McMahon, M. and Reis, R. (2017). *The future of central bank independence: Results of the CFM-CEPR Survey*. <http://voxeu.org/article/future-central-bank-independence> Del Negro, M., and Ch. A. Sims (2015). When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support? *Journal of Monetary Economics*, 73, 1-19. Dincer, N. N. and B. Eichengreen (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. *International Journal of Central Banking*, 10(1), 189-253. Dreher, A., Sturm, J. and De Haan, J. (2010). *When Is a Central Bank Governor Replaced? Evidence Based on a New Data Set*. *Journal of Macroeconomics*, 32(3), 766-781.

¹¹⁴ Eijffinger, S. C. W. and de Haan, J. (1996). *The Political Economy of Central Bank Independence*. Special Papers in International Economics No. 19, Princeton. Fernández-Albertos, J. (2015). *The Politics of Central Bank Independence*. *Annual Review of Political Science*, 18, 217-237. Fischer, S. (2015).

auto adempienti nei quali la convinzione del pubblico che la banca centrale ricorrerà a una maggiore emissione di moneta per coprire le sue perdite è sufficiente a causare una crisi di solvibilità.

La calibrazione del modello per riflettere il bilancio attuale della Fed mostra, tuttavia, che l'insolvenza è possibile solo in scenari estremi. Tuttavia, una garanzia da parte del governo che effettuerà trasferimenti fiscali automatici nel caso in cui la banca centrale subisca perdite potrebbe eliminare del tutto la minaccia di insolvenza. Lo stesso effetto potrebbe essere ottenuto mantenendo gli asset rischiosi della banca centrale in un conto separato garantito dal governo, come nel caso della Bank of England. Inoltre, Bodea (2013) e Bodea e Higashijima (2017) mostrano che le banche centrali indipendenti sono associate a minori deficit fiscali.¹¹⁵

Evidenziati i principali rischi patiti durante la crisi dall'indipendenza delle banche centrali, andiamo ad analizzare la situazione creata dalla BCE successivamente all'adozione delle misure non convenzionali.

Per consentire di proseguire gli obiettivi indicati all'articolo 119 e 127 il TFUE conferisce indipendenza piena indipendenza rispetto alle politiche economiche e fiscali. Il quesito però sollevato da molti (e soprattutto dal tribunale tedesco, vicenda che verrà approfondita nel capitolo terzo) è il seguente: l'indipendenza della BCE dovrebbe limitarsi ad alcuni strumenti non convenzionali, al contrario, una libertà di scelta attribuirebbe alla BCE una "competenza sulla competenza".¹¹⁶

Central Bank Independence. Remarks by Stanley Fischer Vice Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the 2015 Herbert Stein Memorial Lecture National Economists Club Washington, DC Franzese, R. (1999);

¹¹⁵ Bodea, C. and Huemer, S. (2015). *Dancing Together at Arm's Length?* The Interaction of Central Banks with Governments in the G7. ECB Occasional Paper No. 120. Bodea, C. (2013). *Independent Central Banks, Regime Type and Fiscal Performance: The Case of Post-Communist Countries.* Public Choice, 155(1-2), 81-107. Bodea, C. and Hicks, R. (2015). *Price Stability and Central Bank Independence: Discipline, Credibility and Democratic Institutions.* International Organization, 69(1), 35-61. Bodea, C. and Higashijima, M. (2017). *Central Bank Independence and Fiscal Policy: Incentives to Spend and Constraints on the Executive.* British Journal of Political Science, 47(1), 47-70. Broz, L. (2002). Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes. International Organization, 56(4), 861-877. Buitier, W. *Dysfunctional Central Banking.* The End of Independent Central Banks or a Return to 'Narrow Central Banking' – or Both? Citi Research, 21 December 2016

¹¹⁶ Governments, and Inflation. American Journal of Political Science, 43(3), 681–706. Grilli, V., Masciandaro, D. and Tabellini, G. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. Economic Policy, 1991, 13, 341–392. Hall, R. and Reis, R. Maintaining Central-Bank Financial Stability under New-Style Central Banking. NBER Working Paper 21173, 2015;

L'obiettivo di politica monetaria dichiarato dalla BCE fa infatti riferimento al ripristino della catena trasmissiva della moneta, ciononostante, per applicare le misure utilizzate, questo viene sostituito da un obiettivo differente di politica economica quale la riduzione del differenziale dei tassi di interesse dei titoli del debito pubblico, argomentando a posteriori sulla base degli effetti prodotti in concreto sui mercati dall'annuncio del programma OMT.

Il fine della misura rappresenta un elemento decisivo per valutare la correttezza dell'operato della BCE. Sotto questo aspetto, sul piano processuale, il perimetro del sindacato della Corte di giustizia sugli atti della Banca Centrale è delimitato dalla stessa giurisprudenza. L'alto livello di indipendenza garantita alla BCE non è infatti assoluto, ma funzionale agli obiettivi della stabilità dei prezzi e del supporto alla politica economica generale dell'Unione. Questo nonostante l'indipendenza dell'azione della BCE in merito alla politica monetaria sia sempre stata valutata dalla Corte solo in relazione alle altre istituzioni dell'Unione, non anche alle competenze degli Stati membri relative alla politica economica.¹¹⁷

Con la pronuncia sull'OMT, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea suggerisce per la prima volta uno schema generale.¹¹⁸ L'indipendenza garantita alla BCE dai Trattati le conferisce una discrezionalità ampia e tecnica, di fronte alla quale, la Corte esercita un sindacato debole, limitato alla verifica dell'esistenza di un errore manifesto di valutazione o dell'assenza di una motivazione adeguata. Nel caso specifico, la motivazione del comunicato stampa è considerata adeguata se permette di conoscere tutti gli elementi essenziali del programma e consente alla Corte di esercitare il suo controllo.

Il programma OMT è considerato una misura di politica monetaria che rappresenta anche un supporto alla politica economica generale dell'Unione (art. 127, TFUE). Se questo è il perimetro dell'azione, contestare la discrezionalità della BCE mette inevitabilmente in discussione la sua indipendenza.

¹¹⁷ Moser, P. (1999). Checks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence. *European Economic Review*, 43, 1569-1593.

¹¹⁸ Goebel, R.J. Court of Justice Oversight Over the European Central Bank: Delimiting the ECB's Constitutional Autonomy and Independence in the OLAF Judgment, in «Fordham Int. Law Journal», 2005, pp. 610-654.

Questa interpretazione non contrasta con quella adottata dalla Corte di Giustizia nel caso Pringle, dove l'assistenza agli Stati con il fondo ESM, legata alla condizionalità, è stata considerata una misura di politica economica. Le OMT sono anch'esse una misura (non convenzionale) di politica non economica ma monetaria, condizionata all'attivazione di un'altra misura (l'intervento del fondo ESM) di politica economica generale dell'Unione. La condizionalità garantisce il rispetto del divieto di acquisto sul mercato primario.

Secondo l'avvocato generale Cruz Villalón, la BCE dovrebbe astenersi dall'essere attivamente coinvolta nella negoziazione e nel monitoraggio delle condizioni poste alla politica economica dello stato beneficiario delle misure OMT. Questo per evitare che l'acquisto dei titoli possa essere considerato uno strumento di pressione della BCE per ottenere il rispetto delle condizioni, una finalità estranea alla politica monetaria.

Nonostante questa posizione ragionevole, la Corte di Giustizia non ha accolto l'idea di questo vincolo nell'applicazione della condizionalità. La gestione delle misure di aggiustamento imposte allo stato beneficiario rappresenta un punto debole, con implicazioni forse più politiche che giuridiche. La BCE dovrebbe avere un ruolo esterno e tecnico, evitando un coinvolgimento diretto nella fase politica.¹¹⁹ La stessa partecipazione del Fondo Monetario Internazionale ha generato conseguenze negative, poiché ha basato i prestiti su una prassi che poco si adatta all'Unione, caratterizzata da strutture avanzate e principi di solidarietà che avrebbero giustificato interventi diversi da quelli imposti dalla prassi del FMI.

Le misure non convenzionali adottate dalla BCE sono definite da obiettivi diversi dal controllo del tasso nominale nel breve termine. La rilevanza per la classificazione di tali misure dipende dall'obiettivo che la BCE persegue, piuttosto che dalla natura specifica della misura stessa, poiché non esistono misure tipiche previste nei Trattati e la prassi evolve rapidamente.

¹¹⁹ De Witte, B. e Beukers, T. Case C-370/12, *Thomas Pringle v. Government of Ireland, Ireland, The Attorney General*, Judgment of the Court of Justice (Full Court) of 27 November 2012, in «Common Market Law Review», 2013, pp. 805 ss.; Borger, V. *The ESM and the European Court's Predicament in Pringle*, in «German Law Journal», 2013, pp. 113-139; P.A. Van Mallagh, *Pringle: A Paradigm Shift in the European Union's Monetary Constitution*, ibidem, 2013, pp. 141-168; Porchia, O. *Il ruolo della Corte di giustizia dell'Unione europea nella governance economica europea*, in «Il diritto dell'Unione europea», 2013, pp. 593-612.

La legittimità di un intervento è valutata in base al principio di proporzionalità, definito dai limiti autoimposti dalla BCE. La valutazione della proporzionalità avviene in modo astratto, ex ante, basandosi sulla previsione effettuata dalla BCE al momento dell'annuncio o dell'applicazione della misura. L'indipendenza tecnica garantita alla BCE dai Trattati impone una revisione limitata da parte delle corti, principalmente dalla Corte di Giustizia dell'UE, che si limita a verificare la presenza di un evidente errore nella valutazione o di una motivazione inadeguata. Anche la motivazione fornita attraverso comunicati stampa è considerata adeguata se consente una piena comprensione del meccanismo e un controllo giurisdizionale.

Se l'obiettivo rappresenta l'unico elemento di legittimità per le misure non convenzionali della BCE, la separazione tra politica economica e monetaria risulta poco utile e può comportare distorsioni. L'obiettivo che la BCE è obbligata a perseguire è il “mantenimento della stabilità dei prezzi” (art. 127.1 TFUE), e la misura non convenzionale è legittima se la BCE, al momento dell'adozione, ritiene che possa contribuire a tale stabilità o sostenere le politiche economiche generali dell'Unione, e non quelle di uno o più Stati membri.

La selettività della misura è intesa in relazione all'applicabilità astratta a tutti gli Stati membri che ne facciano richiesta, non all'applicazione concreta a uno specifico Stato membro. La condizionalità serve a garantire il rispetto dei limiti nell'esecuzione della misura.

Detto ciò, l'applicazione delle condizioni alle misure, come la condizionalità nell'utilizzo dei prestiti del MES nell'ambito delle OMT, non dovrebbe coinvolgere direttamente la BCE né il FMI. Il coordinamento della politica economica di uno Stato membro in difficoltà dovrebbe essere affidato a un'istituzione politica indipendente dell'Unione, come la Commissione. L'intervento della BCE nella verifica del rispetto della condizionalità non appare legittimo, poiché non persegue né la stabilità dei prezzi né sostiene una politica economica generale dell'Unione.

In conclusione, possiamo quindi dire che le misure non convenzionali adottate dalla BCE durante la crisi non sono previste dai trattati né dallo statuto: entrambi vincolano la banca centrale quanto ai fini (stabilità dei prezzi e controllo dell'inflazione) lasciando libera la scelta degli strumenti per raggiungerli. La legittimità dello strumento utilizzato va valutata dunque in relazione da un lato alla sua strumentalità

al fine e dall'altro al rispetto dei divieti con cui i trattati e lo statuto delimitano il perimetro dell'azione della politica monetaria. Se negli stati l'indipendenza dalla banca centrale è garanzia idonea e sufficiente dell'autonomia della politica monetaria rispetto alla politica economica, l'attuale incompletezza istituzionale europea impone invece agli operatori e agli studiosi di elaborare principi di separazione tra le due, concettualmente contro natura, sul piano ontologico. Da questa necessità originano forzature e interpretazioni difformi, autorizzate dall'assenza di definizioni nei trattati e nello statuto della BCE. A ben vedere però, parte di questi sforzi è inutile.¹²⁰

1.1 L'operato delle altre banche centrali

Differenti economie e strutture finanziarie richiedono differenti risposte alla crisi, così come differenti crisi richiedono diversi strumenti e risorse. La prima fase della crisi finanziaria (2007-2009) risulta esser stata simile in entrambe le parti dell'Atlantico e anche le risposte derivate sono state abbastanza simili. La fase seguente (2010-2012), invece, ha assunto caratteristiche uniche nell'area dell'euro portandoci dunque a potere fare un'analisi comparativa delle esperienze maturate nei diversi continenti, ma andiamo con ordine. Quando la crisi finanziaria esplose nel 2007, le principali banche centrali occidentali (BCE, FED e Bank of England) risposero tempestivamente tagliando i tassi di interesse a zero e adottando una serie di misure non convenzionali. Ad esempio, la FED allargò il numero di controparti per le operazioni di liquidità e aprì strutture swap per consentire ad altre banche centrali di procurare dollari alle banche locali, data l'ampia diffusione di questa valuta nelle transizioni interbancarie al di fuori degli Stati Uniti.¹²¹

Dall'autunno del 2007, il settore bancario internazionale fu coinvolto nella crisi di liquidità e di finanziamento, influenzando profondamente l'equilibrio del capitale, la redditività e le capacità operative. Le banche di investimento e i grandi gruppi

¹²⁰ Bassan, F. e Mottura, C.D. *Le garanzie statali nel sistema europeo di assistenza finanziaria agli stati*, cit.;

Bassan, F. *Il parametro di legittimità delle misure non convenzionali della BCE*.

¹²¹ ALESINA, A. F., E STELLA, A., *The Politics of Monetary Policy*, 2010.

finanziari furono costretti ad assorbire prodotti derivanti dalla cartolarizzazione e a internalizzare una parte dei loro prestiti.

Tra l'estate del 2007 e quella del 2008, lo sforzo per contenere la crisi fu affidato principalmente alle autorità di politica monetaria. Le banche centrali fornirono rifinanziamenti su larga scala alle banche in difficoltà attraverso prestiti di ultima istanza e operazioni di mercato aperto. La BCE aumentò l'ammontare dei prestiti, riducendo il loro costo in relazione alla minor qualità delle garanzie e allungando la loro maturità fino a sei mesi.

La FED, al contrario, introdusse cambiamenti istituzionali significativi. Prima della crisi, le banche commerciali con problemi di liquidità avevano accesso solo alla Discount Window, mentre le operazioni di mercato aperto erano riservate alle banche commerciali principali. La FED cercò di incoraggiare l'uso della Discount Window riducendo la differenza tra il tasso di sconto e il tasso sui titoli di stato. Nel marzo del 2008, la FED riservò operazioni di mercato aperto ad alcuni intermediari, in cambio di garanzie legate a titoli derivanti da cartolarizzazioni di prestiti ad alto rischio.¹²²

Durante questa fase della crisi, la BCE si concentrò sull'espansione della fornitura di credito alle banche attraverso il “programma di sostegno al credito” per garantire il buon funzionamento del meccanismo del credito nell'area euro. Furono così adottate misure non convenzionali, come l'estensione della lista di attività accettate come garanzie e la creazione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine aggiuntive.

L'effetto comune di queste operazioni fu un'espansione senza precedenti dei bilanci delle banche centrali. In confronto agli oltre 1.000 miliardi di dollari di acquisto di attività da parte della FED, il Covered Bond Purchase Programme (CBPP) della BCE, avviato nel luglio del 2009, di 60 miliardi di euro fu considerato irrisorio. La BCE implementò quindi una serie di altre misure non convenzionali per circa 300 miliardi di euro, concentrandosi sull'espansione del credito alle banche nell'area euro.

La seconda fase al contrario, come detto, evidenzia una grande unicità nelle condotte di ogni Banca, dato che il grado di stress finanziario e della percezione del rischio non è lo stesso nei due continenti. Negli Stati Uniti, la principale preoccupazione durante

¹²² Villani, U. *Istituzioni di Diritto dell'Unione europea*” Cacucci editore, Bari, 2012; Triulzi, U. *Le politiche economiche dell'Unione Europea*, Mondadori, Milano, 2010; Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Il Mulino, Milano, 2010;

l'esplosione della crisi finanziaria nel 2007 riguardava il ciclo economico, poiché l'economia non mostrava una crescita solida e il mercato del lavoro non dava segni di recupero, di conseguenza, si riteneva necessario un impulso più intenso attraverso la politica monetaria. Nell'agosto del 2010, la Federal Reserve (FED) decise di incrementare ulteriormente l'acquisto di attività attraverso operazioni di mercato aperto. Questo approccio, noto come “*quantitative easing*”, consisteva nell'acquistare beni dalle banche commerciali per annullare l'aumento originale dello spread ed evitare una contrazione dei prestiti.

Il cosiddetto *quantitative easing* è una soluzione utilizzata quando l'aumento dell'offerta di moneta non riesce a ridurre ulteriormente il tasso di interesse, soprattutto in una situazione di trappola della liquidità, dove i tassi di interesse sono praticamente a zero e non possono essere ridotti ulteriormente. Nel novembre del 2010, venne annunciata una seconda ondata di quantitative easing.

Nel frattempo, nell'Europa continentale, la crisi assunse una piega diversa con l'epicentro nell'area euro nella primavera del 2010. La risposta della Banca Centrale Europea si spostò su un livello diverso, fino al 2010, la BCE aveva affrontato rendimenti divergenti sui titoli sovrani emessi dagli Stati membri dell'area euro, tuttavia, con l'aggravarsi della crisi nell'area euro, la BCE decise di intervenire, avviando il Securities Market Programme (SMP) nel maggio del 2010. L'obiettivo era ridurre la pressione sui titoli sovrani greci e dare tempo ai governi dell'area euro di finalizzare il fondo di salvataggio europeo (European Financial Stability Facility, EFSF).¹²³

La BCE adottò misure non convenzionali, abbassando la soglia per l'ammissibilità degli strumenti di debito emessi o garantiti dai governi dei paesi più in difficoltà. Il

¹²³ Cour-Thimann, Philippine e Bernhard Winkler. *Le misure di politica monetaria nonstandard della BCE: The Role of Institutional Factors and Financial Structure*. BCE Working Paper Series 1528, 2013; Cova, Pietro, Patrizio Pagano e Massimiliano Pisani. *Effetti macroeconomici nazionali e internazionali del programma ampliato di acquisto di attività dell'Eurosistema*. Banca d'Italia Working Paper 1036, 2015; Darracq-Paries, Matthieu e Roberto A. De Santis. *Uno shock di politica monetaria non standard: le LTRO triennali della BCE e lo spostamento dell'offerta di credito*. Journal of International Money and Finance 54: 1-34, 2015; Davies, Howard. *Central Bank Independence and Taking Monetary Policy to the People*, 2016;

SMP non fu formalmente considerato quantitative easing, poiché la BCE sterilizzò i suoi acquisti attraverso operazioni di assorbimento di liquidità.¹²⁴

Nel dicembre del 2011, la BCE intraprese ulteriori misure, avviando le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (Long Term Refinancing Operations, LTROs) con una maturità di 36 mesi e l'opzione di un rimborso dopo un anno. Queste operazioni avevano l'obiettivo di fornire liquidità alle banche, sostenendo la stabilità finanziaria nell'area euro.

Va notato che, sebbene il LTRO rappresenti un'azione peculiare della BCE nella seconda fase della crisi, la Federal Reserve negli Stati Uniti aveva seguito un approccio simile durante la prima fase della crisi finanziaria nel 2008, continuando nel 2010 con dirette iniezioni di liquidità attraverso il quantitative easing.

Focalizzandosi sull'esperienza americana, emergono prove che sostengono l'efficacia del quantitative easing. Analizzando gli effetti degli acquisti su larga scala di azioni da parte della Federal Reserve (FED) tra dicembre 2008 e marzo 2009, si osserva che tali acquisti aumentarono le aspettative di ulteriori acquisti di azioni, riducendo di conseguenza il rendimento sui titoli a lungo termine. Il programma ebbe un impatto significativo anche sui tassi di interesse a lungo termine delle agenzie di debito e delle agenzie di titoli garantiti da ipoteca, contribuendo all'aumento della liquidità di mercato. Il quantitative easing condotto dalla FED nel 2010 ebbe successo nel ridurre i tassi di interesse internazionali a lungo termine.¹²⁵

D'altra parte, l'esperienza della Banca Centrale Europea non sembra altrettanto incoraggiante. Quando la BCE intervenne nel mercato per acquistare titoli italiani e spagnoli nell'agosto 2011, i rendimenti registrarono la più alta riduzione dal 1999. Tuttavia, a differenza dell'effetto positivo osservato negli Stati Uniti, l'intervento della BCE tramite il Securities Market Programme (SMP) non provocò un cambiamento

¹²⁴ Messori, M. *The financial crisis: understanding it to overcome it*. Assogestioni; Emerson M., Youngs R., Setser B., Lukyanov F., Xiang L., Mortensen J. *The Strategic Consequences of the Global Financial and Economic Crisis*. in Economic Policy, ESF Working Papers (closed in 2010), 2009; Bollettino mensile della BCE, Novembre 2000; De Grouwe, P. (2009), "Economy of monetary union", il Mulino, ottava edizione;

¹²⁵ VALLA, N., PFISTER, C. 'New Normal' or 'New Orthodoxy'? *Elements of a Central Banking Framework for the After-Crisis*, 2018

significativo nelle valutazioni di mercato per i paesi a rischio. Lo stesso fenomeno si verificò nel maggio 2010 con i titoli greci, islandesi e portoghesi.¹²⁶

Inoltre, vi era la preoccupazione che mantenere a lungo misure non convenzionali potesse incentivare l'assunzione di rischi eccessivi da parte degli operatori di mercato, distorcere gli incentivi e ritardare il necessario processo di risanamento dei bilanci, con potenziali effetti compromettenti sulla stabilità dei prezzi a medio termine e sulla crescita economica. Pertanto, tutte le misure non convenzionali adottate dalla BCE sono state progettate per essere di natura temporanea.

Osserviamo nel dettaglio le singole misure adottate dalla FED durante il periodo di crisi.¹²⁷

Il Term Auction Credit Facility (TAF) rappresenta una delle prime innovazioni della Federal Reserve in termini di accesso alla liquidità, questa iniziativa costituisce una riformulazione della Discount Window, attraverso la quale la Federal Reserve fornisce alle banche commerciali e alle istituzioni di deposito, liquidità sotto forma di prestito, dimostrando la loro solvibilità e accettando una vasta gamma di attività come garanzia. Questa procedura, svolta in modo anonimo, assicura notevoli quantità di liquidità distribuite dove necessario, offrendo alle banche il tempo necessario per pianificare la risposta alla crisi di liquidità che interessa una vasta gamma di beni. Pertanto, la liquidità fornita dal TAF, pari a 60 miliardi di dollari, supera quella allocata tramite operazioni di mercato aperto.

Successivamente, la FED introduce, il 7 marzo 2008, il Term Repurchase Transaction (TRT), un'altra operazione di mercato aperto mirata ad alleviare la pressione sui mercati interbancari. La TRT ha una maturità di 28 giorni e accetta solo Mortgage Backed Securities (MBS) garantiti da Government-Sponsored Enterprise (GSE) come collaterali. Tuttavia, nonostante l'implementazione di questo strumento, non si è riscontrato alcun miglioramento nel mercato interbancario, e lo spread ha continuato ad ampliarsi fino a raggiungere gli 80 punti base.¹²⁸

¹²⁶ BAERISWYL, R., E CORNAND, C. *The Signaling Role of Policy Actions*, Journal of Monetary Economics, 57(6), 682-695, 2010

¹²⁷ BAHAI, S. A. *Systemic Sovereign Risk: Macroeconomic Implications in the Euro Area*, Discussion paper 2014-6, LSE, Centre for Macroeconomics, 2014

¹²⁸ Campbell, Jeffrey, Evans, C., Fischer, J. e Justiniano, A. *Effetti macroeconomici della forward guidance del FOMC*. Brookings Papers on Economic Activity, 2012n. 1, pagg. 1-80; Chen, Han,

La FED risponde alle sfide del mercato lanciando, l'11 marzo 2007, il Term Securities Lending Facility (TSLF), un'operazione di asta settimanale che consente ai rivenditori primari di scambiare titoli con la FED per buoni del Tesoro con una scadenza di 28 giorni.¹²⁹

Inoltre, la FED si orienta verso l'acquisto di titoli a lungo termine alla fine del 2008. La caduta dei costi dei titoli di finanziamento delle Government-Sponsored Enterprise (GSE) e lo shock subito dal mercato dei mutui statunitense motivano la FED ad attuare programmi di acquisto mirati a GSE e Mortgage Backed Securities (MBS) per un ammontare totale di 600 miliardi di dollari. Nel marzo 2009, a seguito di un peggioramento delle condizioni economiche, la FED estende tali programmi a 200 e 1250 miliardi di dollari, rispettivamente.

Infine, la FED si impegna ad acquistare, nel marzo 2009, obbligazioni a lungo termine del Tesoro americano per un ammontare di 300 miliardi di dollari, rappresentando la prima fase di quantitative easing. Questa iniziativa mira a influire sui tassi di interesse a lungo termine e a migliorare le condizioni di finanziamento per il settore privato.

Successivamente, nel novembre 2010, viene avviata una seconda fase di quantitative easing, con un programma di acquisto di 600 miliardi di dollari di buoni del Tesoro degli Stati Uniti, orientato a stimolare l'economia e ripristinare la fiducia negli investimenti.

All'esito di questa analisi andiamo a trattare un ulteriore caso di applicazione delle misure durante il periodo di crisi, soffermandoci dunque sull'esperienza giapponese.

Prima della crisi finanziaria globale del 2008, il Giappone aveva già sperimentato un lungo periodo di bassa crescita e inflazione dal primo degli anni Novanta. La crisi ha

Cúrdia, V. e Ferrero, A. *Gli effetti macroeconomici dei programmi di acquisto di asset su larga scala*. Economic Journal, 2012, 122(564): 289-F315;

Chodrow-Reich, Gabriel. *Effetti della politica monetaria non convenzionale sulle istituzioni finanziarie*. Brooking Papers on Economic Activity, n. 1, 2014, pagg. 155-227. Christensen, Jens H. E. e Glenn D. Rudebusch. *La risposta dei tassi di interesse al Quantitative Easing negli Stati Uniti e nel Regno Unito*. Economic Journal, 2002, p. 122(564).

¹²⁹ De Grouwe, P. (2008) *The Euro at ten: achievements and challenges*. in Empirica (2009) Congressional Research Service. *Monetary policy and the Federal Reserve: current policy and conditions*. 2013; Board of Governors of the FED, "The Aftermath of the Crisis". Bernanke, B. S. (2009), "The crisis and the policy response", Stamp Lecture, London School of Economics, London, England; Choukairy W., Ibenrissoul. *The quantitative easing strategy of the central bank facing the crisis: case of the ECB and the FED*", International Journal of Innovation and Applied Studies, 2013, Vol. 2 N. 3.

ulteriormente peggiorato la situazione, con il PIL giapponese contratto nel secondo trimestre del 2008. La Banca del Giappone ha risposto con una lieve riduzione del tasso di interesse di riferimento e l'iniezione di liquidità nel settore bancario. Sebbene la crescita economica si sia ripresa moderatamente nella seconda metà del 2009, ha subito un rallentamento alla fine del 2010.

Il 5 ottobre 2010, la Banca del Giappone ha avviato una fase iniziale di stimolo monetario non convenzionale con forward guidance e acquisti di attività limitati. Tuttavia, a causa dei venti contrari della debolezza della domanda globale e dell'apprezzamento dello yen, la ripresa economica è rimasta debole. Nel 2012, la Banca del Giappone ha ribadito l'impegno agli acquisti di asset fino a quando l'inflazione non raggiungerà l'obiettivo dell'1%, senza comportare “rischi significativi” per gli squilibri finanziari.¹³⁰

Dopo l'elezione del Primo Ministro Abe nel 2012, la Banca del Giappone ha intensificato notevolmente lo stimolo monetario, adottando un obiettivo esplicito di inflazione al 2% e lanciando programmi di quantitative easing. Nonostante gli ampi acquisti di asset, i prezzi al consumo giapponesi sono rimasti stabili nel 2015, portando la Banca del Giappone a implementare ulteriori misure di stimolo nel 2016, compreso l'introduzione di un tasso di interesse negativo e il “controllo della curva dei rendimenti” per raggiungere l'obiettivo dell'inflazione del 2%.

Per comprendere le sfide affrontate dalla politica monetaria giapponese durante la crisi finanziaria globale, è essenziale esaminare il contesto economico precedente del Giappone nei primi anni '90. In quel periodo, il Paese ha affrontato una drammatica caduta dei prezzi dei beni immobili e delle azioni, generando forti pressioni

¹³⁰ Altavilla, Carlo, Carboni, G. e Motto, R. *Programmi di acquisto di attività e mercati finanziari: Lessons from the Euro Area*. Documento di lavoro della BCE 1864, Banca Centrale Europea, 2015. Altavilla, Carlo, Giannone, D. e Lenza, M. *Gli effetti finanziari e macroeconomici degli annunci di OMT*. BCE Documento di lavoro 1707, Banca centrale europea, 2014;

Andrade, Philippe, Johannes H. Breckenfelder, De Fiore, F., Karadi, P., e Tristani, O. *Il programma di acquisto di attività della BCE: An early assessment*. Documento di lavoro della BCE 1956, Banca centrale europea, 2016. Arai, Natsuki. *Gli effetti degli annunci di politica monetaria al limite inferiore dello zero*. International Journal of Central Banking 13(2), 2017, pp. 159-196. Arce, Oscar, Gimeno, Ricardo e Mayordomo, S. *Fare spazio ai bisognosi: The Credit-Reallocation Effects of the ECBs Corporate QE*. Documento di lavoro della Banca di Spagna 1743. Baumeister, Christiane e Benati, L. *La politica monetaria non convenzionale e la Grande Recessione: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound*. International Journal of Central Banking 9(2), 2013, pp. 165-212.

deflazionistiche. La Banca del Giappone ha risposto a questa situazione attraverso l'adozione di strumenti di politica monetaria non convenzionali, portando i tassi a zero nel 1999 e avviando un programma di quantitative easing da 35.000 miliardi di yen nel 2001 (come descritto in McCauley e Ueda 2009).

Nonostante il miglioramento delle prospettive economiche, nel 2006 la Banca del Giappone ha interrotto il quantitative easing e ha aumentato i tassi di interesse. Tuttavia, l'inflazione è rimasta prossima allo zero, sollevando preoccupazioni riguardo al fatto che la politica monetaria potesse non essere sufficientemente stimolante per reinflazionare l'economia.

L'annuncio nel 2010 della Banca del Giappone di avviare un nuovo programma di acquisto di attività e mantenere i tassi a zero ha portato a una modesta riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato, di circa 10 punti base sulla scadenza a 10 anni. Tuttavia, la deflazione è persistita, le aspettative di inflazione sono rimaste sostanzialmente invariate, e il tasso di cambio dello yen non ha subito un deprezzamento significativo. Questa risposta limitata dell'inflazione può essere attribuita, almeno in parte, alla scarsa credibilità acquisita dalla Banca del Giappone nella lotta contro la deflazione nei decenni precedenti. La percezione di scarsa efficacia è stata ulteriormente rinforzata dagli aumenti graduati negli acquisti di attività, circa 5.000 miliardi di yen ciascuno, annunciati in varie occasioni successive (Shirai 2017).¹³¹

La forward guidance, che prevedeva il mantenimento dei tassi bassi fino alla ripresa dell'inflazione, è risultata poco efficace a causa delle persistenti pressioni deflazionistiche radicate. In un contesto in cui si prevede una prolungata deflazione, le promesse di mantenere bassi i tassi fino a un futuro lontano, quando ci si attende un

¹³¹ Bernanke, Ben S. *La politica monetaria giapponese: Un caso di paralisi autoindotta?* Cap. 7 in *La crisi finanziaria del Giappone e i suoi paralleli con le esperienze statunitensi*, 2000; Ence, a cura di Kyichi Mikitani e Adam Simon Posen. Istituto di economia internazionale; Bernanke, Ben S. *Osservazioni fatte in una conversazione moderata da Liaquat Ahamed, il 16 gennaio 2014, a Washington*. In "Il Central Banking dopo la Grande Recessione: A Discussion with Federal Reserve Chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th Anniversary". https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2014/01/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf. Borio, Claudio e Gambacorta, Leonardo. *Politica monetaria e prestiti bancari in un contesto di bassi tassi di interesse: Diminuzione dell'efficacia?* Documento di lavoro BRI 612, 2017. Borio, Claudio, Gambacorta, L. e Hofmann, B. *L'influenza della politica monetaria sulla redditività delle banche*, 2015;

aumento dell'inflazione, spesso si rivelano inefficaci nello stimolare la produzione e l'inflazione attuali (Katagiri 2016).

L'elezione del Primo Ministro Abe ha rinvigorito gli sforzi della Banca del Giappone per fornire stimoli monetari. L'adozione, nel gennaio 2013, dell'obiettivo di inflazione al 2% ha avuto un impatto significativo sull'inflazione, ulteriormente potenziato dall'annuncio del programma QQE1.

Nonostante le aspettative degli operatori di mercato riguardo a nuove misure di allentamento monetario, l'annuncio di un programma di tale portata ha causato ulteriori riduzioni dei rendimenti a lungo termine, stimati tra 11 e 14 punti base (Arai 2017; Hausman e Wieland 2014).

Per quanto concerne gli effetti complessivi del QQE1 sulla produzione e sull'inflazione, la valutazione risulta particolarmente complessa a causa dell'attuazione simultanea di uno stimolo fiscale nell'ambito del programma "Abenomics". Tuttavia, le analisi basate sull'auto regressione vettoriale indicano effetti positivi, seppur moderati, sia sull'inflazione che sulla produzione (Hausman e Wieland 2014; Kan, Kishaba e Tsuruga 2016; Michaelis e Watzka 2017). Il QQE1 è stato anche associato a un aumento dei prezzi delle azioni e a una diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni societarie (Arai 2017).

L'impatto sul tasso di cambio è risultato marginale, in parte perché lo yen aveva già subito un significativo deprezzamento alcuni mesi prima, quando Abe aveva proposto un inusuale allentamento monetario durante la sua campagna elettorale.

Nonostante le dimensioni straordinarie degli acquisti di attività, sia il QQE1 che il QQE2 non sono riusciti a generare un aumento sostenuto dell'inflazione. Le aspettative di inflazione a lungo termine hanno raggiunto solo circa l'1% (De Michelis e Iacoviello 2016). Inoltre, l'inflazione è scesa nuovamente a zero nel 2015, contraddicendo l'intenzione della Banca del Giappone di raggiungere l'obiettivo del 2% entro quella data (come annunciato al lancio del QQE1). Questa situazione ha rinnovato le preoccupazioni sulla credibilità dell'obiettivo di inflazione, data la persistente mentalità deflazionistica.¹³²

¹³² Kazutoshi, K., Kishaba, Y, e Tsuruga, T. *Effetti delle politiche dall'introduzione del Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) - Valutazione basata sul modello macroeconomico su larga scala*

Per quanto riguarda l'impatto dei tassi di interesse negativi, l'annuncio del Giappone nel 2016 ha provocato un'inversione verso il basso della curva dei rendimenti, portando i rendimenti a 10 anni sotto lo zero (FMI 2017a). I tassi negativi hanno inoltre determinato una riduzione dei tassi di deposito e di prestito. Tuttavia, identificare l'impatto preciso su PIL e inflazione è risultato complesso, e i tassi negativi sono sembrati mettere ulteriormente a dura prova la redditività di diverse banche regionali giapponesi.¹³³

Un'ultima breve menzione merita l'operato della Banca d'Inghilterra durante quegli anni.

Dall'inizio della crisi finanziaria globale, la politica monetaria non convenzionale nel Regno Unito ha attraversato tre fasi principali. Inizialmente, i programmi di quantitative easing su vasta scala tra il 2009 e il 2012 sono stati implementati per contrastare la recessione e sostenere la ripresa economica. Successivamente, negli anni 2013 e 2014, gli annunci di forward guidance hanno chiarito l'intenzione della Banca d'Inghilterra di mantenere stabili i tassi di riferimento. Infine, si è verificato un ulteriore round di quantitative easing in seguito alla decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione Europea nel 2016.¹³⁴

L'economia britannica è stata fortemente colpita dalla crisi finanziaria globale, soprattutto a causa della dipendenza del suo ampio settore finanziario dai finanziamenti all'ingrosso. Il PIL ha iniziato a contrarsi nel secondo trimestre del 2008, registrando una diminuzione di circa il 6% in termini reali nel corso di un anno. In risposta, la Banca d'Inghilterra ha drasticamente ridotto i tassi di interesse dal 5,75% allo 0,5% entro marzo 2009. Nonostante questa significativa riduzione dei tassi e le pressioni inflazionistiche causate dal deprezzamento della sterlina, la Banca

della BoJ (*Q-JEM*). Documento di lavoro della Banca del Giappone n. 16-E-15, 2016. Ito, Takatoshi e Frederic S. Mishkin. 2006. *Due decenni di politica monetaria giapponese e il problema della deflazione*. In *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, pp. 131-202 NBER Book Series East Asia Seminar on Economics (NBER- EASE), vol. 15. Michaelis, Henrike e Watzka, S. *Ci sono differenze nell'efficacia del Quantitative Easing allo Zero-Lower-Bound in Giappone nel tempo?*. *Journal of International Money and Finance* 70, 2017, p. 204-233.

¹³³ Ito, Takatoshi e Frederic S. Mishkin. *Due decenni di politica monetaria giapponese e il problema della deflazione*. In *Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim*, 2006, pp. 131-202. NBER Book Series East Asia Seminar on Economics (NBER- EASE), vol. 15.

¹³⁴ CONSTÂNCIO, V. *Macroprudential Policy at the ECB: Institutional Framework, Strategy, Analytical Tools and Policies*, 2019

d'Inghilterra temeva che l'inflazione potesse scendere al di sotto del suo obiettivo del 2%. Per fornire ulteriore stimolo monetario, la Banca d'Inghilterra ha avviato il primo ciclo di quantitative easing (QE1) annunciando l'acquisto di 75 miliardi di sterline di titoli di Stato, finanziato attraverso l'espansione delle riserve della banca centrale. Questi acquisti sono stati successivamente aumentati a 200 miliardi di sterline (circa il 13% del PIL del 2009) e completati entro gennaio 2010.

Nonostante la ripresa iniziata nel terzo trimestre del 2009, il ritmo di crescita è rimasto modesto. Nel 2011, le prospettive economiche del Regno Unito sono state minacciate dall'aggravarsi della crisi del debito sovrano nell'area dell'euro e seppur si verificò un aumento dell'inflazione a causa dell'imposta sul valore aggiunto e dei prezzi dell'energia, nell'ottobre 2011 la Banca d'Inghilterra annunciò un nuovo ciclo di quantitative easing (QE2). Questo è stato seguito da un terzo ciclo di acquisti di asset (QE3) nel luglio 2012, portando l'ammontare totale del quantitative easing a 375 miliardi di sterline, pari al 25% del PIL e al 135% del totale dei titoli di Stato britannici in circolazione.¹³⁵

Per quanto la crescita fosse debole, la presenza di un'inflazione superiore all'obiettivo suscitò preoccupazioni riguardo a un possibile aumento dei tassi di interesse da parte della Banca d'Inghilterra. Nell'agosto 2013, la Banca d'Inghilterra cercò di dissipare queste preoccupazioni introducendo una forward guidance con obiettivi quantitativi chiari, annunciando che non avrebbe aumentato i tassi di interesse o ridotto il portafoglio di obbligazioni acquisite nell'ambito del quantitative easing fino a quando il tasso di disoccupazione non fosse sceso al di sotto del 7% (dall'attuale livello dell'8%). Questa forward guidance sarebbe stata revocata nel caso in cui fosse previsto un aumento dell'inflazione a medio termine dello 0,5% sopra l'obiettivo, se le aspettative di inflazione si fossero disancorate, o se l'orientamento della politica monetaria avesse rappresentato significative minacce alla stabilità finanziaria.

¹³⁵ Joyce, Michael A. S., Lasaosa, A., Stevens, I. e Tong, M. *L'impatto sui mercati finanziari del Quantitative Easing nel Regno Unito*. International Journal of Central Banking 7(3), 2011, pp. 113-61. Joyce, Michael A. S., Nick McLaren e Chris Young. *Quantitative Easing nel Regno Unito: Evidenze dai mercati finanziari su QE1 e QE2*. Oxford Review of Economic Policy, 2012, 28(4): 671-701. Joyce, Michael A. S. e Marco Spaltro. *Quantitative Easing e prestiti bancari: A PanelData Approach*. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra 504, 2014.

La crescita economica si è finalmente rafforzata alla fine del 2013, e poiché il tasso di disoccupazione è sceso più rapidamente del previsto, nel febbraio 2014 la Banca d'Inghilterra ha fornito ulteriori dettagli sulla forward guidance, sottolineando la presenza di notevole capacità inutilizzata nell'economia e indicando l'intenzione di mantenere i tassi bassi per un periodo più prolungato, aumentandoli gradualmente solo quando fosse appropriato.¹³⁶

Nonostante la crescita economica costante nel Regno Unito, la Banca d'Inghilterra ha implementato un nuovo ciclo di stimoli monetari nell'agosto 2016 in seguito al referendum sulla Brexit. Per sostenere la crescita economica, è stato avviato un quarto ciclo di acquisti di asset (QE4), che includeva 60 miliardi di sterline di titoli di Stato e 10 miliardi di sterline di obbligazioni societarie. Si prevedeva che l'acquisto di obbligazioni societarie avrebbe offerto uno stimolo più robusto rispetto ai titoli di Stato, considerando i rendimenti più elevati delle obbligazioni societarie, incoraggiando gli investitori a considerare altre opzioni di investimento più rischiose. Inoltre, la Banca d'Inghilterra ha ridotto il tasso di politica dallo 0,5% allo 0,25% e ha lanciato il Term Funding Scheme per fornire alle banche finanziamenti a tassi prossimi a quello di politica e incentivare la trasmissione della riduzione del tasso di politica a tassi di prestito più bassi.

Diversi studi hanno cercato di valutare l'impatto del quantitative easing sui rendimenti dei titoli di Stato britannici utilizzando approcci basati sugli eventi. Questo metodo analizza le risposte dei rendimenti obbligazionari immediatamente dopo gli annunci di nuovi acquisti di asset da parte della Banca d'Inghilterra. I risultati indicano che gli acquisti per 200 miliardi di sterline nell'ambito del QE1 hanno avuto un notevole impatto sui rendimenti, abbassandoli tra i 50 e i 100 punti base, tuttavia, gli effetti sui rendimenti obbligazionari sembrano essersi attenuati con gli annunci successivi di quantitative easing. Questo non implica necessariamente una diminuzione

¹³⁶ Hofmann, B. *L'influenza della politica monetaria sulla redditività delle banche*. Documento di lavoro BRI 514, 2015. Bridges, Jonathan e Ryland, Thomas. *L'impatto del QE sull'economia del Regno Unito: qualche aritmetica monetarista di supporto*, 2012. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra 442. Burriel, Pablo e Galesi, Alessandro. *Scoprire gli effetti eterogenei delle politiche monetarie non convenzionali della BCE nei Paesi dell'area dell'euro*. Documento di lavoro della Banca di Spagna, 2016, 1631. Butt, Nick, Rohan Churm, Michael F. McMahon, Arpad Morotz e Jochen F. Schanz. *Il QE e il canale del credito bancario nel Regno Unito*. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra 511, 2014.

dell'efficacia del quantitative easing in presenza di volumi più elevati. È possibile che i rendimenti non abbiano reagito in modo significativo agli annunci successivi poiché i partecipanti al mercato hanno anticipato nuove fasi di quantitative easing basate sulle prospettive di inflazione e crescita.

La letteratura ha anche indagato sui canali attraverso i quali il quantitative easing nel Regno Unito ha influenzato i rendimenti dei titoli di Stato. Gli studi sugli eventi suggeriscono un ruolo minore per il canale di segnalazione, poiché le aspettative sui tassi a lungo termine non sono diminuite significativamente in risposta agli annunci di quantitative easing. La riduzione dei rendimenti obbligazionari sembra essere principalmente attribuibile a una compressione dei premi a termine. D'altra parte, alcune analisi, come quella di Weale e Wieladek (2016), indicano un effetto trascurabile del quantitative easing sui rendimenti, mentre stimola l'economia riducendo l'incertezza.

L'effetto del quantitative easing sui mercati finanziari va poi oltre l'impatto sui rendimenti dei titoli di Stato. Ad esempio, fondi pensione e compagnie di assicurazione hanno reagito alla riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato aumentando le loro partecipazioni in obbligazioni societarie, con conseguente riduzione dei rendimenti societari. Inoltre, il quantitative easing ha avuto un impatto moderato sul deprezzamento della sterlina britannica. Gli effetti sui prezzi delle azioni sono stati più difficili da identificare, mentre sull'attività di credito bancario il quantitative easing ha avuto effetti minimi, considerando che le banche britanniche stavano cercando di ridurre la leva finanziaria.

Per quanto riguarda le implicazioni del quantitative easing per la crescita e l'inflazione, vari studi suggeriscono effetti positivi significativi. La maggior parte degli studi si basa su stime di auto regressione vettoriale, evidenziando aumenti del PIL reale tra l'1,5% e il 3% e incrementi dell'inflazione tra l'1,5% e il 4%.

Infine, le prove sull'effetto della forward guidance nel Regno Unito sono limitate. Alcuni studi indicano che gli annunci di forward guidance nel 2013 e nel 2014 non hanno ridotto i tassi futuri attesi o i rendimenti dei titoli di Stato, ma sembrano aver

contribuito a ridurre la volatilità dei tassi di interesse futuri attesi e a mantenere bassi i tassi di interesse attesi nonostante la crescita sostenuta del PIL nel 2014.¹³⁷

1.m Le misure di stabilità finanziaria fino ad oggi

Osserviamo adesso, in ultima analisi, le misure attuate dalla Banca Centrale per garantire la stabilità finanziaria nel periodo più recente, quando al tramonto della crisi analizzata finora, ancora portatrice di strascichi a distanza di anni, se ne affaccia una nuova dovuta all'effetto della pandemia.

Il 7 marzo 2019 la BCE ha introdotto una terza serie di operazioni TLTRO con frequenza trimestrale. Come gli altri programmi TLTRO questa nuova serie di operazioni si propone di conservare delle condizioni favorevoli di prestito bancario e garantire il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Considerato l'aggravarsi del quadro economico di quel periodo però la BCE il 12 settembre 2019 annuncia delle modifiche ai parametri delle nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Le modifiche previste sono innanzitutto la riduzione del tasso di interesse sulle operazioni di TLTRO, la possibilità di abbassare il tasso di interesse tanto quanto il tasso di interesse medio sui depositi presso la Banca Centrale, estendere la scadenza a tre anni (da due) con possibilità di rimborso dopo i primi due.

Nel periodo da gennaio ad ottobre del 2019 la Banca Centrale ha reinvestito completamente i pagamenti principali dai titoli in scadenza detenuti nei portafogli APP. Nello stesso 12 settembre, citato precedentemente, il Consiglio direttivo nella sua riunione ha deciso la ripresa degli acquisti netti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) della BCE con un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1° novembre del 2019. Le speranze del Consiglio direttivo erano che il

¹³⁷ Joyce, Michael A. S., Lasaosa, A., Ibrahim, Stevens e Tong, M. 2011. *L'impatto sui mercati finanziari del Quantitative Easing nel Regno Unito*. International Journal of Central Banking 7(3): 113-61. Joyce, Michael A. S, Nick McLaren e Chris Young. "Quantitative Easing nel Regno Unito: Evidenze dai mercati finanziari su QE1 e QE2". Oxford Review of Economic Policy, 2012 28(4): 671-701. Joyce, Michael, A. S. e Marco Spaltro. *Quantitative Easing e prestiti bancari: A Panel Data Approach*. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra, 2014, 504.

programma potesse proseguire nel tempo per andare ad irrobustire l'impatto dei suoi tassi ufficiali fino all'aumento dei tassi di interesse di riferimento della BCE.

Dal marzo del 2020 l'obiettivo di spesa dell'EAPP viene poi incrementato da 20 miliardi al mese a 32 miliardi, il consiglio decide quindi di modificare ulteriormente i parametri delle operazioni di rifinanziamento garantendo l'accesso alle famiglie e alle imprese al credito bancario per far fronte alle interruzioni ed alle carenze di finanziamenti associate alla pandemia.

Prima del 2020 L'Eurozona sembrava essersi rimessa in sesto grazie alle misure descritte, presentando una crescita moderata e un livello di inflazione non lontano dall'obiettivo del 2%. La pandemia è andata a stravolgere questo scenario con grandissima rapidità, portando ad una crescita negativa pari al valore del -15.3%, un consumo privato registrato pari al -9%, una disoccupazione accresciuta di 5 milioni di persone, un calo dell'inflazione pari allo 0.3% ed infine un forte rallentamento degli investimenti, scesi dell'8.2%.¹³⁸

È cruciale ricordare che l'impatto del Covid-19 ha colpito in modo asimmetrico i Paesi europei, sia dal punto di vista epidemiologico che economico. Non sorprende quindi che i Paesi più colpiti siano quelli con un'economia fortemente orientata verso i servizi, che hanno subito una contrazione più marcata rispetto al settore manifatturiero. Queste perdite hanno aumentato le pressioni finanziarie, portando a un netto aumento dei rendimenti dei titoli di Stato e dei premi per il rischio di credito sovrano in tutta la zona euro, soprattutto nei Paesi con livelli relativamente elevati di debito pubblico, come Italia e Spagna.

Data la particolarità e l'eccezionalità dello shock in questione, del quale la durata era e continua a essere sconosciuta, le politiche di bilancio degli Stati membri sono state identificate come lo strumento più appropriato e pertanto prioritario per rispondere alla crisi. Con questa consapevolezza e considerando la recessione già in corso all'inizio del 2020, il 23 marzo 2020, il Consiglio dell'Unione Europea ha ritenuto che

¹³⁸ Masciandaro D., (20 marzo 2020), La terza via della BCE nel solco di Draghi, in Il sole 24 ore.

sussistessero le condizioni per attivare la clausola di salvaguardia generale contenuta nel Patto di Stabilità e Crescita (Consiglio dell'Unione Europea, 2020).¹³⁹

Questa clausola consente agli Stati membri di derogare temporaneamente dai parametri del Patto relativi alle condizioni delle finanze pubbliche, come il rapporto deficit/PIL al 3% e il rapporto debito pubblico/PIL al 60%. La sua attivazione ha consentito ai governi nazionali di implementare politiche di bilancio fortemente espansive, ritenute adeguate a contrastare gli effetti della crisi sanitaria. Una scelta del genere risulta essere stata giustificata dalla variazione di due parametri fondamentali, in primis il deficit europeo è salito al 7.2%, 6.6 punti percentuali in più rispetto al 2019, inoltre il livello di indebitamento è arrivato al 100%, il valore più alto dall'introduzione dell'euro, con un incremento di 14 punti percentuali. Ovviamente gli aumenti sono stati eterogenei all'interno dell'Eurozona, prendendo in esame le quattro economie maggiori, Germania, Francia, Italia e Spagna, si registrano aumenti rispettivamente di 10, 18, 21 e 24 punti percentuali (Banca d'Italia, 2021).

Gli scostamenti di bilancio così ottenuti sono stati principalmente indirizzati a sostenere famiglie e imprese, soprattutto attraverso significative agevolazioni fiscali. L'azione dei governi, pur essendo significativa, da sola non avrebbe potuto fungere da valido argine alla crisi e catalizzatore della ripresa. Per raggiungere tali obiettivi, è stato necessario l'intervento della BCE, che ha dovuto affrontare e rispondere alle minacce nell'ambito della sua responsabilità principale: la stabilità dei prezzi e la trasmissione della politica monetaria.

Gli interventi della banca centrale sono stati mirati a mitigare le turbolenze nei mercati finanziari e a contrastare la loro frammentazione, che avrebbe ostacolato l'efficace trasmissione della politica monetaria, tuttavia, il compito più cruciale è stato garantire condizioni di finanziamento normali per famiglie e imprese, al fine di evitare ulteriori contrazioni della domanda, le cui conseguenze dirette avrebbero comportato una pressione negativa sull'inflazione.

¹³⁹ Aguilar, P., Arce, O., Hurtado, S., Martínez-Martín J., Nuño, G., Thomas, C. *The ECB monetary policy response to the COVID-19 crisis*, Documentos Ocasionales, No 2026, Banco de España Altavilla, 2020; C., Barbiero F., Boucinha M., Burlon L. *The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions*, ECB Working Paper, 2020, no.2465

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

Per quanto riguarda le prime misure, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato l'avvio di nuove TLTRO (già implementate, come visto, nel 2014 durante il mandato di Draghi), caratterizzate non solo dall'essere un'aggiunta a quelle esistenti, ma anche da alcune modifiche nella loro forma. Queste misure sono concepite per fornire liquidità alle banche dell'Eurosistema a condizioni molto favorevoli, basate sul credito erogato a famiglie e imprese. La modifica principale riguarda la possibilità per gli istituti di credito di prendere a prestito dalla banca centrale a tassi di interesse pari a quelli sui depositi, che in questo periodo sono negativi (fino al -1%), senza la necessità di rispettare particolari condizioni, con l'unica richiesta di non ridurre il volume dei prestiti ammissibili.¹⁴⁰

In aggiunta a queste misure, il 30 aprile 2020, la BCE ha annunciato la conduzione di nuove operazioni di rifinanziamento denominate PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Re-financing Operations) volte a fornire “efficace supporto di liquidità dopo la scadenza delle LTRO aggiuntive condotte a partire da marzo 2020”. Queste operazioni, che si sono svolte mensilmente da maggio a dicembre 2020, consistevano in sette aste a tasso fisso pari a quello delle MRO ridotto di 25 punti base.

Per evitare che la carenza di attività utilizzabili come collaterale rappresentasse un ostacolo alle operazioni di rifinanziamento, la BCE ha temporaneamente esteso l'insieme di controparti valide come garanzia, ammettendo una gamma più ampia di attività negoziabili e non (titoli e prestiti). Inoltre, ha implementato misure temporanee per evitare che variazioni negative del rating delle banche comportassero una riduzione delle attività idonee come collaterale.

¹⁴⁰ Bartsch E., Boivin J., Fischer S., Hildebrand P. *Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination*, BlackRock Investment Institute, Macro and market perspectives August 2019; Benigno, P., Canofari, P., Di Bartolomeo, G., & Messori, M. *The ECB's Measures in Support of the COVID-19 Crisis*. Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2021, 1-34. Bernardini M., De Nicola A. *The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis*. Banca d'Italia Working Papers, 1310, dicembre 2020.

L'insieme di queste azioni è stato ampiamente sufficiente per stimolare le banche europee. Ad esempio, nel Bank Lending Survey condotto ad aprile 2020 dall'Eurosistema, il 74% delle partecipanti al sondaggio ha dichiarato che nei successivi sei mesi prevedeva di utilizzare la liquidità raccolta dalle LTRO per fornire credito a famiglie e imprese.

Per comprendere appieno l'entità di tali operazioni, è significativo notare che solo nella LTRO di giugno 2020 gli istituti di credito partecipanti hanno raccolto circa 1.308 miliardi di euro (di cui 249 provenienti solo dalla Banca d'Italia), rappresentando il valore più elevato mai registrato nell'Eurozona per un'operazione di rifinanziamento.

I programmi di acquisto rappresentano probabilmente la risposta più robusta della BCE alla crisi pandemica. Inizialmente, la banca centrale ha potenziato l'APP (Asset Purchase Programme) preesistente, dotandolo di 120 miliardi aggiuntivi. Meno di una settimana dopo, il 18 marzo 2020, a seguito del peggioramento della situazione sanitaria ed economica dell'Eurozona, il Consiglio direttivo ha annunciato l'introduzione di un nuovo programma temporaneo di acquisto di attività, il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).¹⁴¹

Il PEPP aveva a disposizione 750 miliardi di euro da destinare all'acquisto di titoli pubblici e privati, con operazioni che sarebbero proseguite fino alla fine della fase critica della pandemia e comunque per l'intero anno 2020. Il programma era progettato per svolgere due ruoli principali. In primo luogo, insieme ad altre misure di politica monetaria, avrebbe fornito il sostegno monetario necessario per garantire la stabilità dei prezzi nel medio termine e avrebbe agito come traino per la ripresa economica. In secondo luogo, avrebbe mirato a stabilizzare i mercati caratterizzati da una forte incertezza sull'evoluzione della pandemia e sulle sue conseguenze nell'Eurozona. La flessibilità intrinseca del PEPP, che si distingue dai programmi di acquisto precedenti, ha permesso una distribuzione degli acquisti in base alle diverse condizioni finanziarie dei Paesi europei, consentendo di concentrare le azioni nei momenti in cui alcuni Stati hanno affrontato difficoltà nel finanziarsi (De Cos, 2021).

¹⁴¹ Minenna M. *La nuova rotta delle banche centrali*, in "Il sole 24 ore". Nasti S., Pasqualone F., (luglio 2020), *Le misure di politica monetaria dell'eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca D'Italia*. Potter S. M., Smets F. *Unconventional monetary policy tools: a crosscountry analysis*, 2019, CGFS Papers N° 63.

Grazie a queste caratteristiche, il programma ha avuto effetti rapidi e significativi. Nei giorni successivi al suo annuncio, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine e i premi per il rischio sono diminuiti significativamente in tutta l'Eurozona, specialmente nelle economie più colpite dalle tensioni dei mercati. La liquidità degli scambi è notevolmente migliorata, dando inizio a una progressiva distensione delle condizioni nei mercati azionari e del debito privato. L'impatto positivo del PEPP sulle quotazioni dei titoli è stato ulteriormente rafforzato dalle misure temporanee precedentemente menzionate, che riguardano i criteri di idoneità applicati alle attività conferibili come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.

A giugno 2020, dopo quella che è stata successivamente identificata come la prima ondata del Covid-19, la BCE aveva a disposizione dati concreti sugli impatti economici della pandemia. Questi dati indicavano che l'economia dell'Eurozona aveva subito una “contrazione senza precedenti a seguito della pandemia e delle misure adottate per contenerla” (BCE, 2021). Nonostante un miglioramento del quadro economico a seguito della riduzione delle restrizioni, i danni in termini di posti di lavoro, reddito, spesa per consumi e investimenti erano considerevoli. Le proiezioni di giugno 2020 hanno evidenziato una significativa revisione al ribasso delle aspettative sia per l'attività economica che per l'inflazione rispetto alle previsioni formulate a dicembre 2019. L'inflazione, ad esempio, è scesa dall'1,6% previsto a dicembre 2019 all'1,3% nelle proiezioni di giugno 2020.¹⁴²

Di fronte a questa situazione, la BCE ha deciso di modificare la sua politica monetaria attraverso una ricalibrazione del PEPP. Il Consiglio direttivo ha aumentato la dotazione del programma di 600 miliardi di euro, portandola a un totale di 1.350 miliardi. Inoltre, la banca centrale ha esteso gli acquisti netti nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine di giugno 2021 e ha pianificato di reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del programma almeno fino alla fine del 2022. Queste azioni miravano a ulteriormente alleviare l'orientamento della politica monetaria, sostenendo condizioni di finanziamento favorevoli per tutti i settori e gli

¹⁴² Reports to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act in response to COVID-19, 8 settembre 2020. Ricciardi R., (10 settembre 2020), *Le Borse di oggi*, 10 settembre. La Bce lascia tassi e Qe invariati e vede meno nero sul 2020. *Le Borse Ue chiudono deboli*, in *La Repubblica*;

Stati, e garantire che l'inflazione convergesse verso il livello perseguito dal Consiglio direttivo.

Nonostante la ripresa dell'attività economica durante l'estate, alimentata dall'allentamento delle misure restrittive, questa ripresa era asimmetrica, con un impulso più forte nel settore manifatturiero rispetto a quello dei servizi, e l'attività economica era ancora significativamente al di sotto dei livelli pre-pandemia. Allo stesso tempo, l'inflazione complessiva rimaneva bassa, influenzata dai modesti prezzi dell'energia, dalla pressione contenuta sui prezzi e dal contesto macroeconomico caratterizzato da una debole domanda aggregata e da una capacità lavorativa significativamente inutilizzata nel mercato.

Dopo un periodo di calma estiva caratterizzato da un basso numero di contagi e da un primo ritorno alla normalità, il Covid-19 ha fatto nuovamente sentire la sua presenza con quella che è stata identificata come la seconda ondata pandemica.

Nel mese di ottobre 2020, dopo un settembre in cui i contagi sembravano sotto controllo, la curva dei contagi è esplosa, registrando un aumento significativo (+31.756 positivi solo il 31 ottobre in Italia). Ciò ha anticipato la necessità di nuove misure di sicurezza, e alla fine del mese vari capi di Stato europei hanno annunciato una serie di lockdown, definiti “leggeri”.¹⁴³

La recrudescenza dei contagi da COVID-19 e le misure di contenimento hanno rappresentato sfide per la salute pubblica e le prospettive di crescita dell'Eurozona e dell'economia globale. Nonostante la bassa inflazione e il contesto economico descritto in precedenza, i dati più recenti indicavano che gli effetti a breve termine della pandemia sull'economia erano più significativi del previsto e che la debolezza dell'inflazione sarebbe durata più a lungo di quanto inizialmente previsto.¹⁴⁴

Di fronte a questa situazione, nel mese di ottobre 2020, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato l'intenzione di ricalibrare la politica monetaria in risposta all'evoluzione pandemica. L'obiettivo dichiarato era quello di garantire che le

¹⁴³ GIAVAZZI, F., ALESINA, A. F., FAVERO, C. *What do we know about the effects of Austerity?*, 2018

¹⁴⁴ Lagarde C., (20 marzo 2020), *Crisi mondiale, l'economia si spegne*. Sosterremo tutti i cittadini finché dura l'emergenza, nella Repubblica. Lane P. R., (19 May 2020), *Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity*;

condizioni di finanziamento rimanessero adeguate a sostenere la ripresa economica e mitigare l'impatto negativo previsto del virus sull'inflazione futura (BCE, 2021).

Nella riunione di dicembre, il Consiglio ha effettivamente ricalibrato la politica monetaria con le seguenti modifiche:

- Aumento ulteriore della dotazione del PEPP a 1.850 miliardi di euro.
- Estensione degli orizzonti temporali per gli acquisti e il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza almeno fino alla fine di marzo 2022 e alla fine del 2023, rispettivamente.
- Impegno a condurre gli acquisti nel PEPP con flessibilità e in base al criterio di necessità.
- Ricalibrazione delle condizioni della terza serie di TLTRO, rendendole ancor più espansive.
- Annuncio di quattro nuove PELTRO nel 2021.
- Estensione di nove mesi (fino a giugno 2022) dell'allentamento dei criteri di idoneità applicabili alle garanzie introdotto nell'aprile 2020 (Banca d'Italia, 2021).

Nonostante l'arrivo dei vaccini e la loro approvazione, l'economia europea ha faticato a decollare durante l'inverno. La BCE ha mantenuto la propria politica monetaria invariata fino a marzo 2021, quando, in risposta all'aumento dei tassi di interesse di mercato e alle prospettive di inflazione non migliorate, ha deciso di incrementare il ritmo degli acquisti del PEPP nel trimestre successivo.

A giugno, grazie alle campagne vaccinali e all'evoluzione della pandemia, l'economia dell'area euro ha iniziato una fase di riapertura. La BCE ha riesaminato la sua strategia di politica monetaria e, a luglio 2021, ha adottato un obiettivo di inflazione simmetrica del 2% nel medio periodo.

Nei mesi successivi, l'Eurosistema ha annunciato la riduzione del ritmo degli acquisti del PEPP, giungendo a dicembre 2021, quando ha ufficialmente comunicato l'interruzione degli acquisti netti a marzo 2022. La BCE ha confermato che avrebbe mantenuto le altre misure della sua politica accomodante (BCE, 2022).¹⁴⁵

¹⁴⁵ Hutchinson, J., Mee, S. *The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis*, Economic Bulletin Boxes, 5. Consiglio dell'Unione europea, 2020. Dichiarazione dei ministri delle finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19, comunicato stampa del 23 marzo 2020;

In ogni caso l'orizzonte temporale di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza è stato più volte prolungato, prima fino al termine del 2023 e poi per l'intero 2024, lasciando dunque spazio ad ulteriori aggiustamenti e flessibilità per quanto riguarda la futura riduzione del portafoglio, che non dovrà interferire con l'orientamento di politica monetaria in divenire.

La questione relativa all'APP si è rivelata più complessa. Fin dalla sua creazione, il programma ha avuto l'obiettivo di contribuire al meccanismo di trasmissione e fornire la liquidità necessaria per raggiungere la stabilità dei prezzi. Nel corso del tempo, le quantità di acquisti sono state regolarmente ridefinite, mantenendosi costanti a 20 miliardi mensili da novembre 2019 a marzo 2022, con un'eccezione di ulteriori 120 miliardi aggiunti nel 2020.

A gennaio 2022, la BCE ha annunciato che l'APP avrebbe visto un aumento delle quantità a 40 miliardi per il secondo semestre 2022 e a 30 miliardi per il terzo. Successivamente, ci si aspettava un ritorno a 20 miliardi ad ottobre. Tuttavia, solo due mesi dopo, il 24 marzo, il Consiglio direttivo ha rivisto il programma, stabilendo acquisti per 40 miliardi ad aprile, 30 miliardi a maggio e 20 miliardi a giugno. Ciò ha accorciato i tempi e ha fornito flessibilità per il terzo trimestre, considerando le nuove prospettive di inflazione e l'incertezza derivante dalla guerra russo-ucraina.

In caso di aspettative di inflazione elevate nel medio periodo, la BCE avrebbe terminato il programma di acquisti di attività. Al contrario, se le aspettative fossero diminuite, il Consiglio direttivo avrebbe rivisto l'entità e la durata degli acquisti futuri. Le analisi successive hanno confermato la prima opzione, portando alla decisione di sospendere gli acquisti da luglio 2022, rispettando l'intenzione di concludere il programma prima dell'aumento dei tassi ufficiali, avvenuto poche settimane dopo.¹⁴⁶

Fino a febbraio 2023, il capitale rimborsato sui titoli scaduti nell'ambito dell'APP è stato completamente reinvestito, successivamente, si è avuta una riduzione mensile del portafoglio di circa 15 miliardi fino a giugno. Anche le TLTRO sono state adattate durante questo processo, con il loro tasso di interesse indicizzato al tasso di

¹⁴⁶ Alessandrini P. *Economia e politica della moneta*, Bologna: il Mulino, 2021. Arce, O., Koester, G., Nickel C. (2023). *One year since Russia's invasion of Ukraine – the effects on euro area inflation*. BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2021). *An overview of the ECB's monetary policy strategy*, BCE, Francoforte sul Meno.

rifinanziamento principale per garantire coerenza con la normalizzazione della politica monetaria. Dal luglio 2022 ad oggi, i tassi di policy hanno subito vari aumenti, fino a 350 punti base.

Considerando nel complesso le manovre di politica monetaria, emerge chiaramente una transizione da una fase espansiva verso una direzione opposta. Tuttavia, resta da capire quanto di questa transizione sia attribuibile alla guerra russo-ucraina e quanto invece sia motivato dalle prospettive di inflazione, mirando all'obiettivo dichiarato del 2% nel medio termine.

La BCE basa le sue decisioni su un'analisi approfondita di vari dati, evitando di confondere perturbazioni temporanee dei prezzi con incrementi strutturali. È fondamentale considerare che la dinamica passata dell'inflazione è osservabile. L'inizio della guerra ha innescato un aumento dei prezzi delle componenti energetiche, spingendo verso l'alto l'indice dei prezzi inizialmente. I tassi di inflazione elevati non sono stati provocati da un eccesso di domanda aggregata rispetto all'offerta, ma, come dichiarato dalla Presidente Christine Lagarde, al contrario, i consumi e gli investimenti sono rimasti al di sotto dei livelli pre-crisi e delle prospettive pre-crisi.

Successivamente, si sono verificate restrizioni dell'offerta e un aumento dei prezzi anche nelle componenti alimentari. I rincari in queste ultime, sommati a quelli energetici, rappresentano più dei due terzi dell'aumento totale del tasso d'inflazione nel 2022, che ammonta all'8,4%. Alcuni beni, come il grano e l'olio di semi di girasole, hanno registrato aumenti particolarmente significativi a causa delle importazioni dalle regioni coinvolte nel conflitto e della loro elevata richiesta energetica per la produzione.

Tuttavia, limitare l'aumento dei prezzi solo alle componenti più volatili sarebbe un errore, le stime dell'inflazione degli esperti della BCE indicano il 5,3% per il 2023, il 2,9% per il 2024 e il 2,1% per il 2025, grazie ai ribassi nei prezzi dell'energia. L'inflazione di fondo registra un aumento per il 2023, con una media del 4,6%, rispetto al 3,8% del 2022, seguita da una discesa al 2,5% e al 2,2% rispettivamente nel 2024 e

nel 2025, grazie alla politica monetaria restrittiva e al superamento delle restrizioni dell'offerta.¹⁴⁷

È importante considerare che l'alto livello d'inflazione dell'ultimo anno e mezzo ha determinato una significativa diminuzione dei salari reali, contribuendo, insieme al clima di incertezza nei mercati finanziari e al rafforzamento delle condizioni di offerta di credito, a una compressione dei consumi e degli investimenti.

La vera sfida per la BCE risiede quindi nella difficoltà di effettuare previsioni nel medio periodo. È infatti fondamentale ricordare che la Banca Centrale Europea deve calibrare i suoi strumenti in quell'orizzonte temporale, ma per farlo con precisione, deve essere in grado di stimare correttamente variabili come la domanda e l'offerta aggregata, che influenzano sicuramente il tasso d'inflazione. Tuttavia, ciò diventa complesso in un contesto in cui i costi dei beni energetici e alimentari possono costituire un freno alla crescita economica, fattori come aspettative ancorate al di sopra dell'obiettivo, aumenti dei salari per preservare il potere d'acquisto o aumenti dei margini di profitto superiori alle aspettative possono influire sul livello dei prezzi anche nel medio periodo.

Una rapida ripresa dell'economia cinese potrebbe alimentare la domanda aggregata, causando sia un aumento dei prezzi delle materie prime sia un aumento della domanda estera. Al contrario, spinte al ribasso potrebbero derivare da turbative nei mercati finanziari, diminuzioni del credito bancario o una eccessiva trasmissione della politica monetaria.

Per ridurre le pressioni inflazionistiche nel medio periodo e mitigare l'incertezza futura, saranno cruciali le politiche di bilancio degli Stati dell'Eurozona. Queste politiche dovrebbero mirare a rendere l'economia più produttiva e meno dipendente dalle componenti energetiche russe. Migliorare le capacità di approvvigionamento sarà

¹⁴⁷ BCE (2021). Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review, BCE Occasional Paper Series n°265, Francoforte sul Meno. BCE (2022). Bollettino Economico n°8, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022). Bollettino Economico n°1, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022). Bollettino Economico n°2, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022). Bollettino Economico n°3, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022). Bollettino Economico n°4, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022). Bollettino Economico n°5, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2023). Bollettino Economico n°8, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2023). Bollettino Economico n°1, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2023). Bollettino Economico n°2, BCE, Francoforte sul Meno.

essenziale, e ciò può essere raggiunto anche attraverso i fondi destinati agli investimenti e alle riforme strutturali nel contesto del programma Next Generation EU. Inoltre, il Consiglio direttivo della BCE ha introdotto nel luglio 2022 un nuovo strumento, il Transmission Protection Instrument (TPI). Questo strumento funge da scudo anti-spread, attivandosi in presenza di dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate che minacciano la corretta trasmissione della politica monetaria, nel caso in cui alcuni Paesi subiscano peggioramenti alle condizioni di finanziamento ingiustificati, la BCE interverrà nel mercato secondario acquistando titoli del settore pubblico (con la possibilità di estendere gli acquisti al settore privato), stabilizzando così la situazione. Il TPI mira non solo a migliorare la trasmissione, ma anche a dissipare l'incertezza.

Ad oggi la politica di innalzamento dei tassi di interesse condotta negli ultimi mesi sembra essersi stabilizzata, all'esito dell'ultima riunione di dicembre 2023 i tassi sono rimasti invariati al 4.50% per i tassi di rifinanziamento e al 4.25% per i tassi sui depositi presso la banca centrale, l'obiettivo di contenere l'inflazione sembra più vicino e così anche la possibilità di avere dei tagli ai tassi di interesse tanto attesi. Secondo le previsioni i primi tagli dovrebbero arrivare entro giugno 2024, garantendo un progressivo ritorno agli investimenti seppur con cautela.¹⁴⁸ L'inflazione è effettivamente calata molto rapidamente, forse più rapidamente delle attese: il 2,4 di novembre, sia pure accompagnato da una core inflation ancora elevata, al 4,2%, ha suscitato molte attese, ciononostante anche per la Bce, come per le altre banche centrali, il rischio di chiudere troppo presto la fase restrittiva e quindi di alimentare nuova inflazione è molto elevato.¹⁴⁹

¹⁴⁸ <https://www.ilsole24ore.com/art/bce-tassi-hanno-raggiunto-tetto-AFGsQQ1B>;

¹⁴⁹ De Grauwe P. (2019). *Economia dell'Unione monetaria*, Bologna: il Mulino. Dornbusch R., Fisher S., Stratz R., Canullo G., Pettenati P. (2020). *Macroeconomia*, Milano: McGraw-Hill. Gerdesmeier, D. *La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, BCE, Francoforte sul Meno, 2009. Istat (2013). *Indici dei prezzi al consumo. Aspetti generali e metodologia di rilevazione*, Istituto nazionale di statistica, Roma. Panetta F. *Normalising monetary policy in non-normal times*. Speech at a policy lecture hosted by the SAFE Policy Center and the Centre for Economic Policy Research (CEPR), Goethe University, Francoforte sul Meno, 2022.

CAPITOLO 2

MISURE NON CONVENZIONALI DELLA BCE: IMPATTI SULLA STABILITÀ ECONOMICA E FINANZIARIA NELL'AREA DELL'EURO

2.a Analisi dell'impatto delle misure non convenzionali

In questo capitolo sarà svolta una trattazione degli argomenti con un'impostazione più economica. Vedremo innanzitutto l'impatto delle misure non convenzionali, con riferimento all'efficacia delle politiche di allentamento quantitativo e dei tassi di

interesse negativi adottati dalla BCE a partire dal 2012, valutandone l'influenza sull'inflazione e sulla crescita economica. Successivamente, andremo ad analizzare gli effetti delle misure sul mercato azionario e obbligazionario.

Infine, verranno esaminate nel dettaglio ognuna delle singole azioni intraprese dalla Banca Centrale dal 2012 ad oggi¹⁵⁰.

L'andamento dell'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) ha mostrato variazioni significative in risposta all'implementazione delle prime politiche monetarie non convenzionali. Prima dell'introduzione di tali politiche, nel periodo compreso tra il 2007 e il 2008, il tasso d'inflazione si manteneva generalmente tra il 2% e il 4%. Tuttavia, con lo scoppio della crisi finanziaria globale e l'adozione di politiche non convenzionali da parte del Consiglio direttivo, l'IAPC ha registrato livelli negativi.

Dopo un picco negativo nel 2009, si è verificato un aumento dell'inflazione, superando la soglia del 2% tra il 2011 e il 2012, per poi diminuire nuovamente nel 2015, raggiungendo livelli negativi. L'introduzione dell'Expanded Asset Purchase Program (EAPP) da parte della banca centrale ha contribuito a un successivo aumento dell'inflazione, che si è avvicinata al target del 2%, raggiungendo l'1.1% alla fine del 2016.

Dall'analisi dei dati emerge che non vi è una risposta immediata nel livello dei prezzi in seguito all'implementazione delle politiche monetarie non convenzionali. Al contrario, si osservano periodi in cui l'introduzione di tali misure è associata a un calo dell'inflazione. Ad esempio, l'introduzione del Long-Term Refinancing Operations (LTRO) 1, LTRO2, del Covered Bond Purchase Program 2 (CBPP2) e dei primi tre programmi dell'EAPP è stata seguita da una diminuzione dell'inflazione, che ha talvolta sfociato in periodi deflattivi.

È importante considerare che il meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie comporta azioni da parte degli operatori, implicando un lasso di tempo significativo

¹⁵⁰ Hausken, K., & Ncube, M. (2013). *Transmission Channels for QE and Effects on Interest Rates*. In K. Hausken, & M. Ncube, *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe*, 2013 (capitolo 2, pp. 5-6). Janus, J. *The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy*. Toruń (PL): Institute of Economic Research, 2015. Joyce, M., Tong, M., & Woods, R. *The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact*. Bank of England Quarterly Bulletin 2011 Q3. Krugman, P. R., Dominquez, K. M., & Rogoff, K. *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*. Brookings Papers on Economic Activity, 1998 (No. 2), (pp. 137- 205). Lane, P. R. *The European Sovereign Debt Crisis*. The Journal of Economic Perspectives, 2012, vol. 26 (No. 3), (pp. 49-68)

per influenzare i prezzi. Pertanto, è plausibile affermare che l'introduzione delle misure da parte della Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe non aver avuto effetti immediati sull'andamento dei prezzi.¹⁵¹

A partire dal 2008, l'andamento dell'inflazione può essere analizzato in relazione all'utilizzo di misure non convenzionali, suddividendolo in due fasi principali in base all'intensità di tali misure da parte della BCE: fase 1 (2008-2012) e fase 2 (2012-2016). Durante la prima fase, dal 2008 al 2009, l'IAPC mostra una tendenza discendente, passando da 3.2% a -0.7%, rappresentando il minimo storico nell'area dell'euro. Durante questo periodo, la principale misura adottata dalla BCE è stata la modifica della durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine con l'introduzione del LTRO1. Tra il luglio 2009 e il novembre 2011, con l'introduzione del CBPP1, si registra un trend ascendente portando l'inflazione da -0.7% al 3%. In questo periodo, la BCE ha introdotto tre programmi di acquisto di attivi: CBPP1¹⁵², SMP e CBPP2.

Nella seconda fase (2012-2015), si osserva un periodo discendente culminato in una deflazione a gennaio 2015, con l'inflazione scesa da circa 3% a -0.6%. Il crollo dei prezzi del petrolio a partire dal 2011 e la possibile influenza della decisione della BCE di aumentare i tassi d'interesse nel 2011 hanno accentuato questa situazione. Le misure non convenzionali adottate in questo periodo includono la modifica della scadenza delle LTRO (ORLT) nel 2011-2012, l'introduzione del TLTRO1 nel 2014 e l'avvio di due programmi di acquisto di attivi, CBPP3 e ABSPP¹⁵³. Tra gennaio 2015 e fine 2016, si osserva un aumento dell'inflazione in seguito all'annuncio del programma PSPP¹⁵⁴, il quantitative easing della BCE, con l'inflazione che risale da -0.6% a 1.1% a dicembre 2016. Altre misure introdotte in questo periodo includono TLTRO2 e CSPP¹⁵⁵.

Valutando le misure in base alla tipologia di programma, quelle legate all'enhanced credit support (LTRO, CBPP1, CBPP2, SMP, TLTRO) hanno aumentato la

¹⁵¹ Micossi, S. *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*. Bruxelles: Centre for European Policy Studies. Ohuche, F. K. *What Is The Exchange Rate Channel Of Monetary Policy Transmission?* Bank of Nigeria, 2011. Studer, N., Fouquet, A., Duflo, E., Crépon, B., Givord, P., Moïsson, J.-C., ... Engsted-Maquet, I. (s.d.). *Méthodes d'évaluation des politiques publiques. Actes du séminaire*. Trichet, J.-C. *La Banca Centrale Europea, L'Eurosistema*. Il Sistema Europeo di Banche Centrali. Lussemburgo: Imprimerie Centrale s.a., 2009;

¹⁵² First covered bond purchase programme;

¹⁵³ Asset-backed securities purchase programme;

¹⁵⁴ Public sector purchase programme;

¹⁵⁵ Corporate sector purchase programme;

concorrenza per i crediti, portando a una diminuzione dei tassi d'interesse e stimolando la domanda di prestiti. Ciò ha comportato una riduzione generale dei costi di finanziamento nei paesi dell'area dell'euro. Queste misure hanno influenzato le decisioni di consumo e spesa, incidendo sulla domanda aggregata e contribuendo, presumibilmente nel tempo, a effetti positivi sul tasso d'inflazione.¹⁵⁶

Per quanto riguarda gli impatti delle misure adottate nell'ambito dell'Expanded Asset Purchase Program (EAPP), secondo l'analisi di Gambetti e Musso (2017), l'effetto sull'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) mostra una relativa significatività che aumenta nel corso del tempo, raggiungendo il picco dopo due anni. I ricercatori sottolineano che, nel periodo 2015-2016, il tasso di crescita dell'inflazione nell'area dell'euro sarebbe stato inferiore in assenza delle misure non convenzionali adottate. I dati, tratti dal lavoro di Gambetti e Musso, indicano gli impatti percentuali sul PIL e sul tasso di inflazione nei diversi trimestri del 2015 e fino all'ultimo trimestre del 2016:

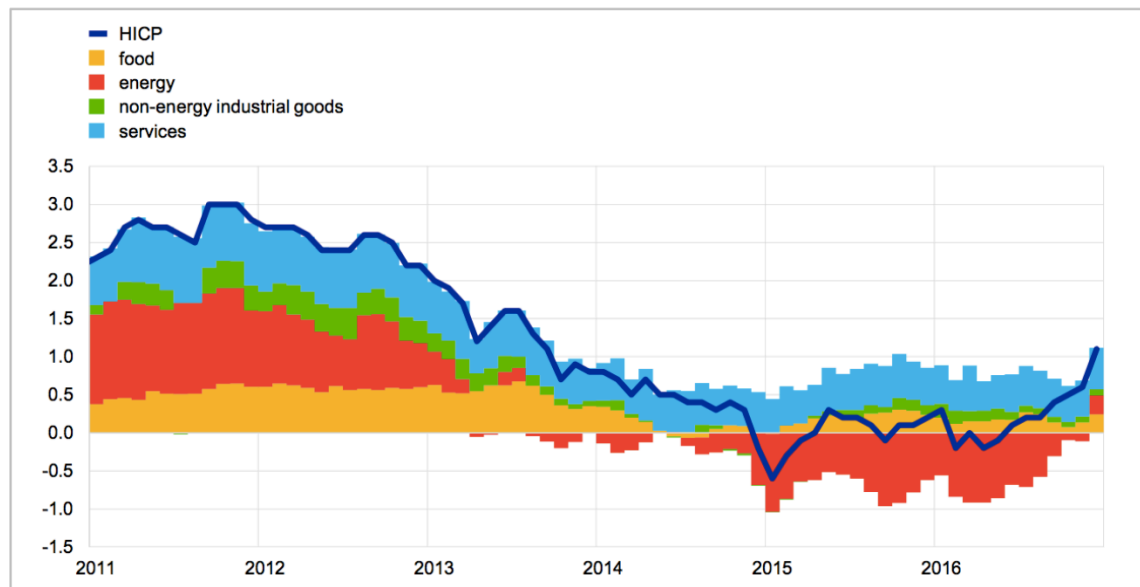
- Impatto nel primo trimestre del 2015: PIL 0.18%, IAPC 0.06%
- Impatto fino all'ultimo trimestre del 2015: PIL 0.16%, IAPC 0.18%
- Impatto fino all'ultimo trimestre del 2016: PIL 0.02%, IAPC 0.36%

È evidente che il contributo delle misure non convenzionali alla crescita dell'inflazione risulta notevolmente superiore rispetto all'impatto sul Prodotto Interno Lordo (PIL) alla fine del 2016. In altre parole, in assenza di tali misure, l'inflazione alla fine del 2016 sarebbe stata inferiore di 0.36 punti percentuali.

Per comprendere l'impatto delle diverse componenti dell'IAPC sul livello dell'inflazione, e cogliere al meglio l'effetto delle misure adottate dalla Banca Centrale Europea (BCE), la figura 1 illustra l'andamento dell'inflazione con il contributo delle varie componenti. La componente principale che sembra aver influenzato la riduzione dell'inflazione fino al 2015 e al 2016 è la componente “energy,” che include il prezzo del petrolio. Importante notare che il tasso d'inflazione nel dicembre 2016 è salito

¹⁵⁶ Fiedler, S., Hanisch, I., Jannsen, N., & Wolters, M. *Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?* In *Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?* 2016, pp. 7-40.

all'1.1% rispetto allo 0.6% del mese precedente, a causa di un notevole aumento dei prezzi energetici tra questi due mesi (Banca Centrale Europea, 2017, p. 34). Da notare che questa componente, che ha influenzato notevolmente l'IAPC nell'ultimo periodo considerato, è una variabile al di fuori del diretto controllo della BCE.



Nella letteratura dedicata all'analisi dell'efficacia delle politiche monetarie non convenzionali, numerosi studi, molti dei quali riferiti al contesto della BCE, utilizzano modelli statistici Vector Autoregression (VAR52). Di seguito, vengono presentati i risultati di alcuni di questi studi.

Secondo Cecioni, Ferrero e Secchi (2011, p. 32), gli interventi sia della Federal Reserve (Fed) che della BCE immediatamente dopo la crisi sono stati cruciali per evitare un maggior crollo della produzione e una deflazione persistente. Essi sostengono che tali interventi hanno efficacemente impedito un collasso finanziario in presenza di un meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie problematico.

Gambacorta, Hofmann e Peersman (2012, p. 18) osservano che un aumento del bilancio delle banche centrali, effettuato a livelli prossimi allo zero dei tassi d'interesse, porta a un temporaneo aumento delle attività economiche e dei livelli dei prezzi. Indicano anche che le politiche non convenzionali adottate in seguito alla crisi hanno aiutato le banche centrali a sostenere l'economia.

Boeckx, Dossche e Peersman (2014, p. 17) evidenziano che le misure che incrementano il bilancio della BCE causano un aumento dei prezzi e della produzione,

sottolineando che gli effetti sono simili a quelli delle politiche convenzionali e indicando che le politiche monetarie non convenzionali possono risultare efficaci nello stabilizzare l'economia.

Infine, Burriel e Galesi (2016, p. 36) affermano che le politiche non convenzionali adottate dalla BCE hanno effetti benefici sulla domanda aggregata e sull'inflazione, confermandosi come strumenti di stabilizzazione. Aggiungono che queste misure aumentano l'erogazione di crediti, i prezzi delle azioni e conducono a un deprezzamento del tasso di cambio.¹⁵⁷

Nonostante i dati presentati e la letteratura esistente sembrano sostenere l'efficacia delle politiche monetarie non convenzionali, è essenziale valutare se tali effetti positivi siano effettivamente dovuti agli shock di politica monetaria o siano influenzati da fattori esterni o dal contesto economico internazionale. In altre parole, è necessario esaminare la validità dei canali di trasmissione: il signalling channel, il portfolio rebalancing channel e il direct pass-through o credit channel¹⁵⁸. Per farlo, ci baseremo sulla letteratura esistente.

¹⁵⁷ Delivorias, A. *Monetary policy of the European Central Bank*. European Parliamentary Research Service, 2015. Demertzis, M., & Wolff, G. B. *The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme*, 2016. Bruegel Policy Contribution. Deutsche Bundesbank, 2011. Sovereign yield spreads in the euro area. In D. Bundesbank, Monthly report, June 2011, pp. 27-44. Deutsche Bundesbank.

¹⁵⁸ **Signalling Channel (Canale del Segnale):**

Questo canale si basa sull'idea che le azioni della banca centrale inviano segnali informativi agli operatori economici sull'andamento futuro delle condizioni economiche. Ad esempio, una riduzione dei tassi di interesse può essere interpretata come un segnale che la banca centrale prevede un rallentamento economico o che è preoccupata per la bassa inflazione.

Gli agenti economici, avendo ricevuto questi segnali, possono regolare le proprie aspettative e comportamenti. Ad esempio, se si prevede un rallentamento economico, le imprese possono ridurre gli investimenti e le famiglie possono aumentare il risparmio.

Portfolio Rebalancing Channel (Canale di Riallocazione del Portafoglio):

Questo canale si concentra sugli effetti della politica monetaria sui portafogli degli investitori. Quando la banca centrale acquista o vende titoli, modifica la composizione degli asset finanziari detenuti dagli investitori.

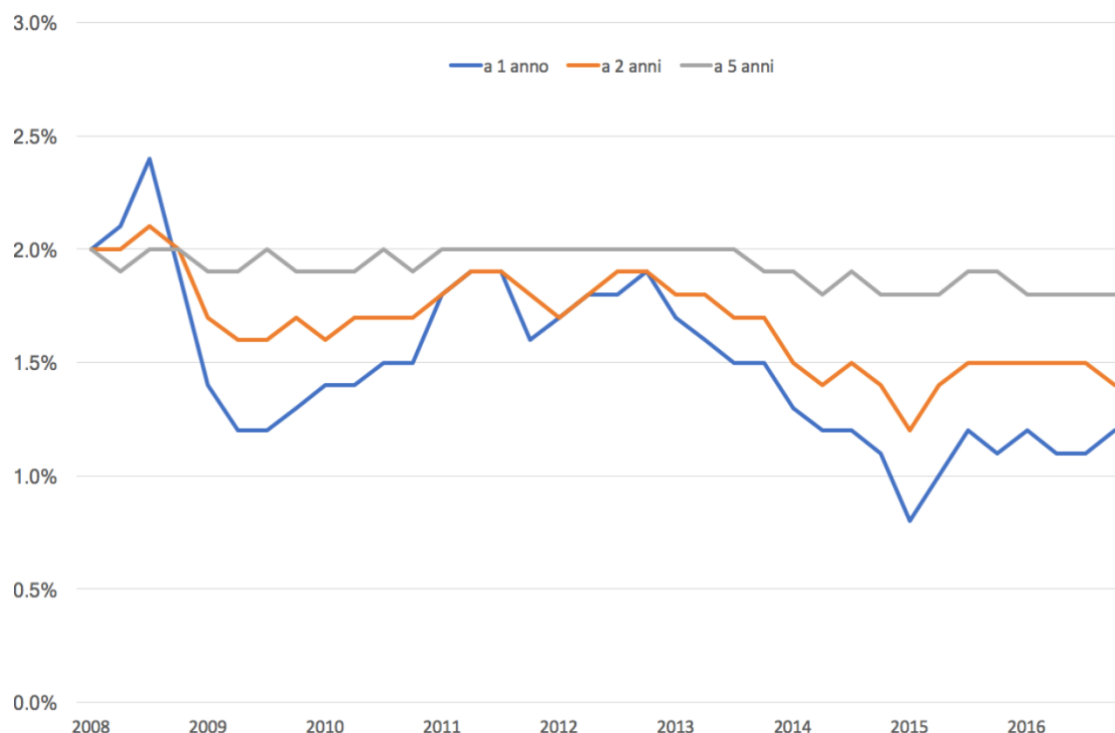
Riducendo i tassi di interesse, la banca centrale spinge gli investitori a riallocare i propri portafogli verso asset più rischiosi o rendimenti più elevati, come azioni o obbligazioni corporate. Questo può influenzare i prezzi degli asset e i rendimenti, influenzando a sua volta le decisioni di spesa e investimento.

Direct Pass-Through or Credit Channel (Canale di Trasmissione del Credito Diretto):

Questo canale si concentra sul modo in cui le variazioni dei tassi di interesse influenzano il costo e la disponibilità del credito per le imprese e i consumatori. Quando la banca centrale modifica i tassi di interesse, ciò si riflette nei tassi di interesse sui prestiti bancari. Un abbassamento dei tassi di interesse può ridurre il costo del credito e stimolare la domanda di prestiti. Inoltre, può influenzare la redditività delle banche, influenzando la quantità di credito che sono disposte a erogare.

Per quanto riguarda il signalling channel, Burriel e Galesi (2016, p. 19) affermano che, nonostante un aumento significativo del tasso d'inflazione, le aspettative di inflazione non reagiscono altrettanto in maniera significativa alle manovre di politica non convenzionale. Van den End e Pattipeilohy (2015, p. 4) trovano risultati molto simili, sostenendo che gli effetti di un aumento del bilancio della BCE conducono a risultati trascurabili sulle aspettative d'inflazione. Essi indicano che anche negli USA e in Gran Bretagna i risultati mostrano che le aspettative d'inflazione non si modificano significativamente a seguito dell'utilizzo di politiche monetarie non convenzionali da parte della banca centrale, mentre il Giappone è l'unico caso in cui le aspettative di inflazione rispondono positivamente e in maniera significativa a un'espansione di bilancio.

Andrade, Breckenfelder, De Fiore, Karadi & Tristani (2016, p. 29), tuttavia, vanno controcorrente rispetto ai precedenti autori. Nel loro lavoro, sostengono che dai sondaggi sulle aspettative d'inflazione a 1 e 2 anni risultano aumenti in corrispondenza degli annunci della BCE sugli acquisti di attivi. Come si evince dal grafico della figura 2 dal 2009, anno in cui la BCE lancia il primo programma di acquisto (CBPP1), le aspettative di inflazione a 1 e 2 anni sembrano aumentare. Nel 2013 diminuiscono nuovamente, salvo poi ricominciare ad aumentare a partire dall'inizio del 2015, quando viene annunciato l'inizio del programma di Quantitative Easing (QE).

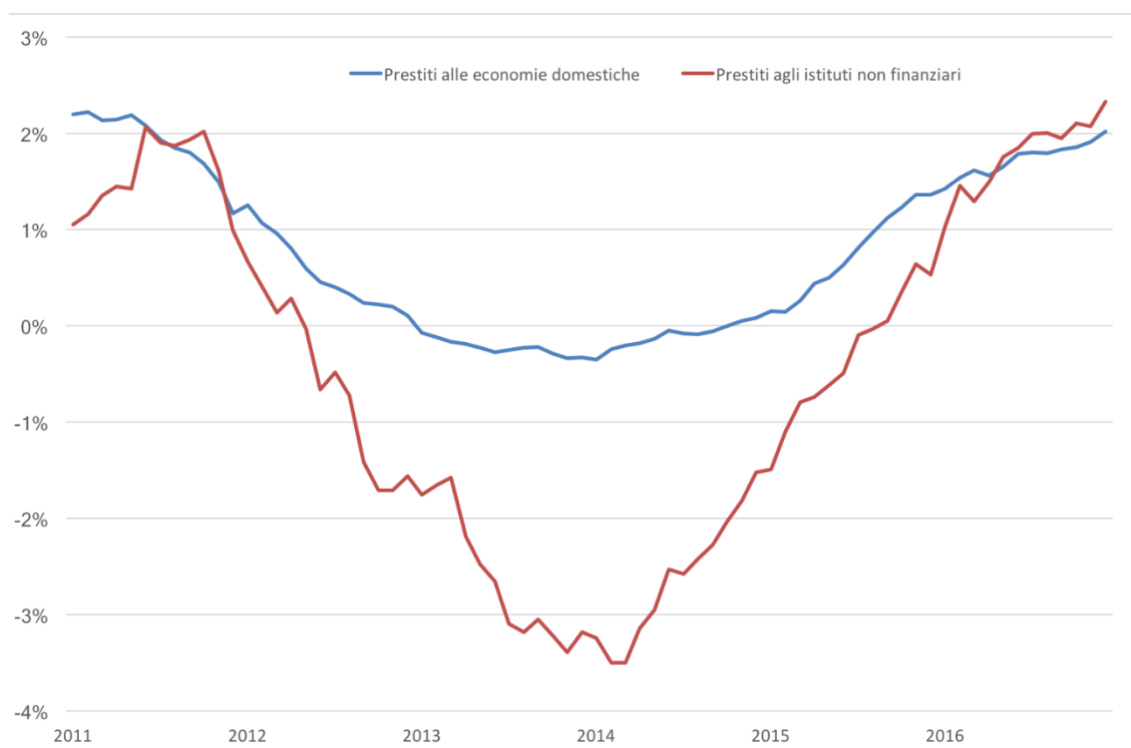


I risultati relativi al portfolio rebalancing channel concordano tra diversi autori. Burriel e Galesi (2016, p. 20) affermano che i prezzi degli attivi aumentano significativamente in seguito alle politiche non convenzionali della BCE. Ciò è coerente con la teoria di questo canale, secondo la quale l'acquisto di attivi da parte della BCE abbassa i tassi d'interesse e aumenta il prezzo degli attivi sottostanti. Anche Albertazzi, Becker e Boucinha (2016) indicano che il portfolio rebalancing channel è stato un canale di trasmissione molto attivo a seguito dei programmi di acquisto della BCE, anche se gli effetti sono più evidenti sulle economie fortemente colpite dalla crisi rispetto all'intera area dell'euro.¹⁵⁹

Infine, anche per quanto riguarda il credit channel, sembra esserci evidenza che sia stato attivato efficacemente nell'area dell'euro. Le operazioni di credito sono infatti aumentate, mentre contemporaneamente i costi di finanziamento sono diminuiti,

¹⁵⁹ Cecioni, M., Ferrero, G., & Secchi, A. *Unconventional monetary policy in theory and in practice*. Banca d'Italia. Occasional paper della Banca d'Italia, 2011, (No. 102). Collignon, S. *Exit Strategies and the Impact on the Euro Area*. In *Exit Strategies and the Impact on the Euro Area*, 2013, pp. 35-62. Parlamento europeo. Cour-Thimann, P., & Winkler, B. *The ECB's non-standard monetary policy measures, the role of institutional factors and financial structure*. Banca Centrale Europea. Working paper series, 2013 (No. 1528);

suggerendo che questo canale è molto importante per le politiche monetarie non convenzionali (Burriel & Galesi, 2016, p. 20). In effetti, in seguito all'annuncio di programmi di acquisto da parte della BCE, sia i prestiti alle economie domestiche sia i prestiti agli istituti non finanziari, sebbene in maniera diversa, sembrano aumentare. A partire dal 2010 vi è una leggera ripresa (vedi figura 3), anche se successivamente i prestiti tornano a diminuire fino al 2014, anno in cui ha inizio l'Expanded Asset Purchase Program (EAPP) della banca centrale che conduce a un nuovo miglioramento della concessione di prestiti.



Analizzando la letteratura esistente, in generale si può affermare che le politiche monetarie non convenzionali adottate dalla BCE risultano efficaci nei loro intenti. Tutti i testi analizzati riportano, infatti, aumenti nella produzione e nell'inflazione in seguito all'adozione di tali misure. Inoltre, anche dalla letteratura relativa ai canali di trasmissione emerge complessivamente una certa validità. È ragionevole affermare che le politiche non convenzionali abbiano aiutato la BCE a sbloccare, perlomeno in parte, il canale di trasmissione dei crediti, uno degli aspetti critici della crisi del 2008 trattato nel capitolo 2.1. Tuttavia, se giudicate in base al raggiungimento dell'obiettivo specifico di riportare l'inflazione a livelli inferiori ma vicini al 2%, queste misure non

sembrano essere state completamente efficaci entro la fine del periodo preso in considerazione. Tra il 2008 e il 2016, ci sono stati periodi in cui l'inflazione si attestava a livelli superiori al 2%, oltre a diversi periodi in cui l'inflazione registrava livelli addirittura negativi, indicando che i prezzi non sono stati stabili durante questo periodo. A partire dall'aprile del 2016 (-0.2%), l'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC) ha ripreso comunque a salire, avvicinandosi al livello target. L'IAPC non ha raggiunto, tuttavia, un livello soddisfacente per il Consiglio direttivo della BCE, che ha prolungato l'EAPP, il cui termine era inizialmente previsto per dicembre 2016.

Sembra, comunque, esserci evidenza che le misure siano state efficaci nel supportare l'inflazione; senza l'introduzione di questi programmi, l'inflazione sarebbe probabilmente stata inferiore a quanto si è verificato entro il 2016.¹⁶⁰

Un aspetto significativo da considerare è l'eterogeneità degli effetti delle politiche utilizzate dalla BCE su diversi paesi dell'area dell'euro. Esistono notevoli differenze tra questi, riscontrabili già nella differenza nei rendimenti delle obbligazioni governative a dieci anni. In un discorso del 2014, il presidente Draghi ha dichiarato di avere incontrato difficoltà nel meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie nell'area dell'euro a causa della grande eterogeneità tra i paesi. Ciò è dovuto al fatto che la politica monetaria della BCE è indirizzata a tutti i paesi dell'area dell'euro, nonostante vi siano, in alcuni casi, significative differenze a livello nazionale. Ad esempio, Germania e Grecia, attualmente due economie in contrasto, beneficiano dello stesso tipo di politica monetaria.¹⁶¹

In generale, tuttavia, gli effetti degli shock delle politiche monetarie non convenzionali sono positivi e statisticamente significativi nella maggior parte delle nazioni dell'area dell'euro. Tuttavia, esistono disparità nella portata degli effetti (Burriel & Galesi, 2016, pp. 20-21). Ad esempio, per quanto riguarda l'inflazione, paesi come Estonia, Lussemburgo, Lettonia e Spagna registrano aumenti maggiori in seguito all'utilizzo di

¹⁶⁰ ANDRADE, P., GHYSELS, E., & IDIER, J. *Inflation Risk Measures and Their Informational Content*, Discussion paper, 2014

¹⁶¹ Boeckx, J., Dossche, M., & Peersman, G. *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*. Bruxelles: National Bank of Belgium, 2014. Bowdler, C., & Radia, A. *Unconventional monetary policy: the assessment*. Oxford Review of Economic Policy, 2012, vol. 28 (No. 4), pp. 603-621. Burriel, P., & Galesi, A. *Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries*. Documentos de Trabajo, 2016 (No. 1631). Banco de España;

politiche monetarie non convenzionali della BCE rispetto ad altri paesi come Francia, Germania e Italia, dove i risultati sono prossimi allo zero (Burriel & Galesi, 2016, p. 21). Per quanto riguarda gli effetti sulla produzione, gli Stati Baltici registrano ancora una volta gli aumenti più alti, mentre in Spagna, Portogallo e Grecia i risultati sono trascurabili o non statisticamente significativi (Burriel & Galesi, 2016, p. 21).

L'esistenza di queste eterogeneità tra i paesi dell'area dell'euro pone un grosso problema per la BCE; effettuare una politica monetaria accomodante per tutti gli Stati risulta davvero difficile e il rischio è quello di aumentare le divergenze tra i paesi.

In generale, gli studi e le analisi presentate indicano che le politiche monetarie non convenzionali adottate dalla BCE hanno avuto impatti positivi sull'economia dell'area dell'euro. Questi impatti si manifestano attraverso diversi canali di trasmissione, come il portfolio rebalancing channel e il credit channel, contribuendo a sostenere la produzione, l'occupazione e l'inflazione. Tuttavia, resta evidente che le condizioni economiche eterogenee tra i paesi dell'area dell'euro hanno portato a risultati variabili, con alcuni paesi che beneficiano maggiormente rispetto ad altri.

Infine, è importante sottolineare che la valutazione complessiva dell'efficacia delle politiche non convenzionali deve tenere conto del contesto economico internazionale e dei potenziali fattori esterni che possono influenzare gli esiti. La letteratura, oltre a fornire una panoramica degli impatti positivi, sottolinea la necessità di considerare attentamente i canali di trasmissione specifici e le condizioni economiche dei singoli paesi per comprendere appieno gli effetti delle misure adottate dalla BCE.

Per valutare l'efficienza, vengono esaminati gli input utilizzati dalla BCE in termini di misure realizzate, analizzando la spesa effettuata per perseguire gli obiettivi prestabiliti.¹⁶²

Per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi, la BCE ha effettuato notevoli spese attraverso l'introduzione di programmi di acquisto di attività ed espandendo notevolmente il proprio bilancio. I tre programmi di acquisto avviati tra il 2009 e il 2011 (CBPP1, SMP e CBPP2) hanno comportato un esborso di oltre 280 miliardi di

¹⁶² GALLANT, A. R., ROSSI, P. E., E TAUCHEN, G., *Nonlinear Dynamic Structures*, Econometrica, pp. 871-907, 1993

€. Il programma più oneroso tra questi è il SMP, con una spesa totale che supera i 200 miliardi di euro.

Con l'avvio dell'EAPP nel 2014 e del quantitative easing nel 2015, la BCE ha iniziato a fare leva fortemente sul proprio bilancio. Ad esempio, dall'inizio del QE, nel marzo del 2015, fino al marzo del 2016, il ritmo medio mensile di acquisto era di 60 miliardi di €, mentre tra aprile del 2016 e il marzo del 2017 gli acquisti medi mensili sono stati portati ad 80 miliardi. Attualmente, gli acquisti netti mensili ammontano a circa 60 miliardi di € di media e sono suddivisi tra vari programmi.¹⁶³

Gli acquisti di attivi appartenenti a questi programmi sono perdurati fino alla fine del 2017, fino all'aumento del percorso di inflazione che fosse in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Nel periodo compreso tra il 2009 e il 2011, con l'introduzione dei programmi di acquisto di attivi sopra menzionati, la BCE ha acquistato attivi per oltre 1'850 miliardi di €. Tale cifra corrisponde all'incirca al PIL dell'Italia nel 2016, a circa tre volte il PIL svizzero e a quasi sei volte il PIL dell'Irlanda nello stesso anno. Rappresenta inoltre oltre il 17% del PIL totale nell'area dell'euro, che nel 2016 si attestava attorno ai 10'500 miliardi di €. Solo Germania, Francia e Italia, tra i paesi dell'area dell'euro, hanno registrato un prodotto interno lordo superiore alla spesa effettuata dalla BCE per i programmi di acquisto di attività nel 2016.

Per ottenere un altro termine di paragone, analizzeremo ora l'acquisto di attivi da parte della Federal Reserve (Fed) in relazione al proprio programma di quantitative easing. Tra il 2008 e il 2013, la Fed ha effettuato tre round di acquisti di attivi, denominati QE1, QE2 e QE3, totalizzando un impiego totale di oltre 3'000 miliardi di \$. Anche nel caso americano, il totale delle risorse utilizzate corrisponde all'incirca al 17% del proprio PIL. Tuttavia, a differenza dell'area dell'euro, negli Stati Uniti, i programmi di

¹⁶³Parlamento Europeo. Gambacorta, L., Hofmann, B., & Peersman, G. (2012). The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis. Bank of International Settlement. BIS working papers (No. 384). Gambetti, L., & Musso, A. *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*. Banca Centrale Europea. Working paper series, 2017 (No. 2075). Hallett, H. *Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand? In Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?* Parlamento Europeo, 2016, pp. 41-60;

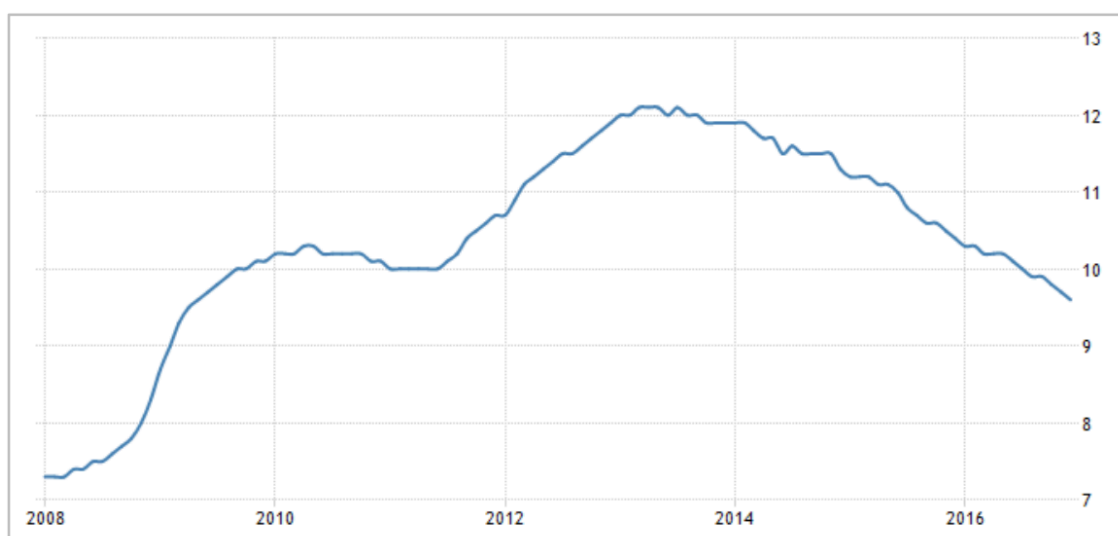
quantitative easing hanno contribuito a mantenere il tasso d'inflazione quasi costantemente vicino al 2%, con solo brevi periodi di deviazione.

Pertanto, risulta evidente che, nel periodo compreso tra il 2008 e il 2016, le misure non convenzionali introdotte dalla BCE non sono state completamente efficienti. Nonostante la considerevole mobilitazione di risorse, i risultati ottenuti indicano un'instabilità dei prezzi, mentre il confronto con il caso americano suggerisce che la BCE avrebbe potuto raggiungere risultati migliori.

L'adozione delle politiche non convenzionali della BCE ha avuto impatti su diversi indicatori macroeconomici, tra cui il PIL, il tasso di disoccupazione, il bilancio della BCE e il debito pubblico nell'area dell'euro.

Dopo l'introduzione delle politiche non convenzionali, il PIL nell'area dell'euro sembra essere tornato quasi ai livelli pre-crisi. Dalla figura 4 emerge una diminuzione iniziale della produzione a causa della crisi finanziaria del 2008, seguita da una fase di ripresa fino al 2011. Successivamente, si verifica una fase recessiva, probabilmente legata all'esplosione della crisi del debito sovrano in Europa. Dal 2013 alla fine del 2016, il PIL ritorna a crescere, raggiungendo un livello prossimo al 2%. Mentre non esiste una chiara evidenza che l'inizio delle politiche non convenzionali abbia avuto impatti positivi sull'aumento del PIL, è importante notare che tali politiche sembrano aver contribuito al miglioramento della produzione in un secondo momento.

Anche la disoccupazione, alla fine del 2016, sembra avvicinarsi indicativamente ai livelli precedenti alla crisi del 2008.



Tra il 2008 e il 2010, la disoccupazione nell'area dell'euro ha registrato un aumento, passando da livelli inferiori all'8% a oltre il 10%. Tra il 2010 e il 2011, il tasso di disoccupazione è rimasto stabile, per poi aumentare ulteriormente e superare il 12% nel 2013. Successivamente, in seguito all'annuncio e all'avvio del PSPP, si è verificato un graduale calo della disoccupazione, raggiungendo alla fine del 2016 livelli vicini al 9%. Nonostante ciò, non emerge un'evidenza significativa della relazione tra i programmi di quantitative easing (QE) e la riduzione della disoccupazione, secondo Demertzis & Wolff (2016, p. 8).

Per quanto riguarda il bilancio dell'Eurosistema, gli attivi, i passivi e il totale di bilancio hanno registrato un notevole aumento a partire dall'introduzione delle politiche monetarie non convenzionali intorno al 2008. All'inizio del 2008, il totale di bilancio dell'Eurosistema si attestava a circa 1500 miliardi di €, mentre alla fine del 2016 ha raggiunto i 3600 miliardi di €, riflettendo un aumento del +243%. Tuttavia, va notato che alcuni programmi adottati dalla BCE erano completamente sterilizzati, non avendo alcun effetto sul bilancio dell'Eurosistema.¹⁶⁴

Per quanto concerne il debito pubblico nell'area dell'euro, questo è notevolmente aumentato a partire dal 2008. Tuttavia, gli effetti di tale aumento non possono essere attribuiti unicamente all'adozione di misure non convenzionali da parte della BCE. Durante la crisi del debito sovrano del 2011, i rendimenti sulle obbligazioni governative di molti paesi dell'area dell'euro sono aumentati significativamente. L'acquisto di titoli di Stato da parte della BCE ha contribuito a ridurre i rendimenti, dimostrando l'efficacia di questa politica nel contenere gli spread tra i paesi dell'area dell'euro. Va notato, in ogni caso, che anche le politiche fiscali attuate dai vari paesi hanno svolto un ruolo cruciale nella gestione del debito pubblico.

¹⁶⁴ Banca Centrale Europea. (2017). Economic Bulletin. Issue 1 / 2017. Bank of England. (s.d.). The transmission mechanism of monetary policy. The monetary policy committee. Bini Smaghi, L. *Conventional and unconventional monetary policy*. Discorso all'International Center for Monetary and Banking Studies (IMCB). Ginevra, 2009. Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Milano: il Mulino, 2014;

2.b Effetti sul mercato azionario e obbligazionario

Rivolta (2014) analizza gli impatti annunciati e implementati di alcune operazioni sulla resa dei titoli di stato europei, evidenziando la trasmissione della politica monetaria attraverso le aspettative. Le prime due operazioni di rifinanziamento a lungo termine nel 2009 (a giugno e settembre) si sono rivelate particolarmente significative nella riduzione dei rendimenti obbligazionari. In contrasto, le quattro operazioni successive sembrano non avere avuto effetti significativi e in alcuni casi addirittura aumentato i rendimenti.

Un aspetto rilevante è che le prime due operazioni hanno influenzato omogeneamente i vari paesi dell'area euro. Al contrario, le successive operazioni hanno mostrato una notevole variabilità. Nella terza operazione, i rendimenti obbligazionari sono aumentati per tutti i paesi, soprattutto quelli con un alto rating, suggerendo un'uscita dal mercato dei titoli di stato da parte degli investitori. Nella quarta operazione, si è verificato un aumento dei rendimenti nei paesi con basso rating. Le ultime due operazioni hanno evidenziato una diminuzione dei rendimenti per i paesi core e un aumento per i paesi periferici, in particolare Grecia e Portogallo.

Come indicato da Arghyrou e Ktonikas (2012) e Afonso et al. (2013), è importante notare che le varie operazioni sembrano essere state più efficaci durante la fase iniziale della crisi, quando la principale problematica era la scarsa liquidità. A partire dalla fine del 2009, quando la crisi in Europa si è concentrata sui debiti degli stati membri, le iniezioni di liquidità hanno perso efficacia e hanno prodotto effetti differenti tra i paesi (Figura n. 26). I timori sulla sostenibilità dei debiti e un comportamento di “flight-to-quality” hanno compromesso la trasmissione della politica monetaria, generando benefici solo per i paesi ad alto rating a causa della stabilizzazione del settore bancario.¹⁶⁵

¹⁶⁵ Rivolta G. *An Event Study Analysis of ECB Unconventional Monetary Policy*. Working Paper no. 2014-02. 188 Arghyrou, M. G., Ktonikas, A. *The EMU Sovereign-Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion*. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2011, no. 22, pp 658-677. 189 Afonso, A., Arghyrou, M. G., Bagdatoglou G., Ktonikas A., *On the Time-Varying Relationship between EMU Sovereign Spreads and their Determinants*. University of Glasgow, Working Paper no. 2013-05.

Proprio perché le iniezioni di liquidità sembrano avere prodotto risultati differenziati tra i vari paesi, è importante considerare gli impatti che hanno avuto sul mercato del credito nelle diverse nazioni.

Prendendo come esempio un paese core, Andrade e Cahn (2014) dimostrano che in Francia gli interventi hanno avuto un impatto positivo sul credito. Gli autori stimano che un miliardo di euro prestati a una banca abbia portato a un aumento di 95 milioni di credito concesso alle imprese nei successivi dodici mesi. L'efficacia maggiore dello stimolo sembra derivare dall'allungamento della scadenza delle passività. Dopo il discorso del Presidente Draghi nel 2012, che ha attenuato l'effetto stigmatizzazione, le banche hanno chiesto un maggiore accesso a questi prestiti, passando dai 489 miliardi prestati a 523 istituti nella prima serie di LTROs ai 530 miliardi prestati a 800 istituti nella seconda serie.

Tuttavia, nonostante l'espansione del credito, ne hanno beneficiato principalmente le grandi imprese. In particolare, le imprese appartenenti all'1% più alto della distribuzione dei prestiti finanziate dalle banche partecipanti alle LTROs hanno ottenuto benefici 3,5 volte maggiori rispetto alla media.¹⁶⁶ Le piccole e medie imprese, invece, sembrano non aver tratto particolari vantaggi. Interessante è notare che le imprese con un rating creditizio intermedio, inizialmente non idonee come collaterale per le operazioni LTROs, hanno beneficiato di più dagli ulteriori prestiti una volta che la BCE ha esteso la lista dei collateral, indicando una forma iniziale di restrizione del credito.

Infine, l'impatto positivo di queste misure sembra essere stato maggiore quando le banche erano mediamente meglio capitalizzate, suggerendo che le istituzioni finanziarie in difficoltà hanno trasmesso meno effetti positivi all'economia reale e hanno utilizzato l'opportunità per accumulare liquidità, acquistare altri titoli o ridurre il proprio indebitamento.

Carpinelli e Crosignani (2016), invece, analizzano la trasmissione di liquidità alle banche italiane. Le banche con una grande esposizione alla clientela istituzionale hanno ridotto l'offerta di credito durante la crisi e l'hanno ampliata dopo le operazioni

¹⁶⁶ Andrade P., Cahn C., Fraisse H., Mésonnier J-S. *Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTROS*, Banque de France, Working Paper, 2014 no. 540.

LTROs a tre anni. Dopo tali interventi, le banche hanno aumentato l'offerta di credito alle imprese poco indebitate del 2%, evitando così una contrazione del credito stimata all'8,6% anziché il 6,6% osservato. Le banche che hanno beneficiato di una garanzia del governo italiano su parte delle attività in bilancio, idonee come collaterale per le operazioni con la BCE, hanno partecipato alle LTROs, con i finanziamenti ricevuti in cambio di tali garanzie responsabili della trasmissione della liquidità all'economia reale sotto forma di credito.¹⁶⁷

Secondo Bubeck, Habib e Manganelli (2017), la politica monetaria della BCE ha influenzato l'allocazione del portafoglio degli investitori europei principalmente attraverso il suo impatto sui prezzi dei titoli e sul tasso di cambio. Gli effetti, particolarmente evidenti nel caso di interventi non convenzionali come l'Asset Purchase Programme (APP), hanno guidato passivamente l'allocazione del portafoglio verso titoli più rischiosi. Inoltre, si sono verificate riallocazioni attive da parte degli investitori istituzionali verso i mercati emergenti.

In risposta a uno shock sui tassi a breve termine, gli investitori hanno ridotto la quota di portafoglio dedicata ai mercati azionari delle economie avanzate extra-europee. Tuttavia, gli annunci di misure di allentamento quantitativo hanno causato significative fluttuazioni sui prezzi dei titoli e sul tasso di cambio e inoltre, un improvviso accomodamento monetario, con una riduzione di 3-4 punti base sui tassi a breve termine, ha portato a un deprezzamento dell'euro dell'1% settimanale contro il dollaro. Ciò ha causato uno spostamento di risorse dai fondi azionari europei (-0,06%) e dai fondi obbligazionari europei (-0,04%) verso titoli USA e mercati emergenti, che naturalmente hanno quote minori di attività denominate in euro.¹⁶⁸

Per quanto riguarda l'introduzione dell'APP, i mercati azionari europei sono saliti del 3,4% settimanale, mentre quelli extra-europei hanno registrato un aumento tra il 2,2% e il 2,5%. I prezzi obbligazionari europei, invece, hanno visto un rialzo settimanale dello 0,5%, mentre quelli extra-europei del 2%. L'effetto delle misure non

¹⁶⁷ Carpinelli L., Crosignani M., (2016). *The Effect of Central Bank Liquidity Injections on Bank Credit Supply*, FEDS Working Paper no. 2017-038.

¹⁶⁸ Bini Smaghi, L. *Conventional and unconventional monetary policy*. International Center for Monetary and Banking Studies, 2009. Bobeica, E., Jarociński, M. *Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't*, European Central Bank, Working Paper Series, 2017, no. 2000. Borio, C., Gambacorta L., Hofmann B. *The influence of monetary policy on bank profitability*, BIS Working Papers, 2015, no. 514;

convenzionali ha compensato gli effetti precedenti sul tasso di cambio, contribuendo a una riallocazione passiva di portafoglio verso fondi azionari europei a spese dei fondi obbligazionari, con un incremento della quota detenuta di circa lo 0,3%.

Infine, l'introduzione dell'APP ha mostrato un impatto più consistente in risposta a uno shock sui tassi a lungo termine, indicando che questi rappresentano una buona approssimazione per stimare l'impatto dell'espansione di bilancio della BCE verso titoli di debito pubblico. Una riduzione di 10 punti base sui tassi a lungo termine ha generato un deprezzamento dell'euro del 2,6% settimanale contro il dollaro, un rialzo settimanale del 4,1% per i mercati azionari europei e del 3,8% per quelli extra-europei. Inoltre, ha determinato un aumento del 3% settimanale per i mercati obbligazionari extra-europei e dello 0,6% per quelli europei.¹⁶⁹

De Santis e Zaghini (2019) sostengono che l'introduzione del Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) ha aumentato le dimensioni del mercato delle obbligazioni societarie nei due anni successivi, in particolare, la probabilità che le imprese coinvolte emettessero obbligazioni denominate in euro è aumentata di circa il 14%. Inoltre, ritengono che il CSPP abbia immediatamente influenzato le imprese già finanziate sul mercato obbligazionario in diverse valute, mentre ha richiesto almeno sei mesi per influenzare quelle che hanno dovuto adattare le loro operazioni alla struttura del programma.¹⁷⁰

Come evidenziato nel corso dell'analisi, le iniezioni di liquidità effettuate dalle Banche Centrali hanno avuto impatti significativi al di là del solo mercato del credito e dei titoli oggetto di acquisto, in particolare, è interessante esaminare lo stato attuale del mercato azionario dopo un decennio di interventi straordinari.

Bhansali (2021) suggerisce che gli operatori valutino l'opportunità economica delle azioni rispetto alle obbligazioni confrontando il rendimento degli utili azionari con quello delle obbligazioni a lungo termine. Poiché la politica monetaria ha contribuito a mantenere i rendimenti delle obbligazioni a livelli minimi, le azioni sembrano relativamente convenienti nonostante i continui massimi del 2020. I tassi di interesse

¹⁶⁹ Bank for International Settlements. *Implications of repo market for Central Banks*. Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the Central Banks of the Group of Ten Countries, 9 marzo, 1999;

¹⁷⁰ Bhansali V., *The Incredible Upside-Down Fixed-Income Market: Negative Interest Rates and Their Implications*, CFA Institute Research Foundation, 2021;

artificialmente bassi delle Banche Centrali non solo danno l'illusione che le azioni siano convenienti, ma hanno anche spinto gli investitori a cercare rendimenti in altri settori, in particolare nei mercati azionari.

Secondo Goldman Sachs, nel 2021, la capitalizzazione del mercato azionario americano è stata di circa 57.000 miliardi di dollari, di cui le famiglie ne possiedono circa il 36%, mentre i fondi comuni di investimento detengono il 15%.

Inoltre, la riduzione dei tassi di interesse ha incentivato le imprese a riacquistare le proprie azioni emettendo debito. Questo approccio consente agli azionisti di ottenere un rendimento superiore rispetto al tasso pagato sul debito emesso, che, inoltre, è fiscalmente deducibile. Poiché i dirigenti sono spesso remunerati con azioni societarie, questa pratica li incentiva ad alimentare l'aumento del valore delle azioni. Non sorprendentemente, il riacquisto di azioni proprie è aumentato rapidamente dopo la crisi finanziaria.¹⁷¹

Un altro indicatore per valutare lo stato del mercato azionario degli Stati Uniti è presentato da Goyal (2021), che rapporta la capitalizzazione del mercato azionario al PIL. Nel 2020, questo rapporto ha raggiunto un valore di 1,86, offrendo un ulteriore contesto per comprendere la situazione del mercato azionario USA.

In teoria, la crescita della capitalizzazione di mercato societaria dovrebbe essere in sincronia con la crescita economica nel lungo termine. Tuttavia, a partire dall'introduzione delle misure di allentamento quantitativo negli Stati Uniti, il divario tra queste due variabili si è ampliato sempre di più, suggerendo che il Quantitative Easing (QE) ha favorito maggiormente il mercato azionario rispetto all'economia reale. La conclusione che emerge è che la liquidità immessa dalle Banche Centrali, insieme al periodo di bassi tassi di interesse, ha alimentato le valutazioni azionarie. Tuttavia, una volta che i tassi di interesse sono, nell'ultimo periodo, tornati a salire, le valutazioni azionarie hanno perso il loro slancio¹⁷².

¹⁷¹ Goldman, Sachs, *Global Macro Research*, Issue 96, 25 febbraio 2021. Goyal D. *Beware the Bubble? The US Stock Market Cap-to-GDP Ratio*. CFA Institute Entertaining Investor, 2021;

¹⁷² Schmelzing P. *Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018*. Yale School of Management, 2019.

2.c Le imprese zombie

Il termine “imprese zombie” ha origine dopo il collasso della bolla dei prezzi in Giappone negli anni '90, quando veniva utilizzato per identificare le imprese deboli o insolventi sostenute dalle banche giapponesi, spesso considerate “too big to fail”. Successivamente, durante la crisi finanziaria, l'espressione è stata ripresa e associata alle imprese americane che partecipavano al Troubled Asset Relief Program (TARP). L'attuale rallentamento della produttività delle imprese nell'ultimo decennio richiede un'analisi del fenomeno delle imprese zombie, considerandolo come una delle possibili cause. In questo contesto, è utile esaminare questo fenomeno come un'eredità della crisi finanziaria, degli andamenti nel settore bancario e degli effetti prolungati degli stimoli monetari.

Come precedentemente discusso, le banche, in seguito a interventi di politica monetaria, hanno aumentato i prestiti a controparti più rischiose o hanno continuato a rifinanziarle per allentare i vincoli regolamentari o nella speranza che tornassero solvienti (Heider 2018; Bech e Malkozov, 2016; Acharya et al., 2018).

Adalet McGowan et al. (2017) definiscono le imprese zombie come “imprese con un rapporto di copertura degli interessi (Interest Coverage Ratio) inferiore a 1 per tre anni consecutivi”. Dimostrano che una prevalenza di capitale assorbito da queste imprese, nel relativo settore, tende a frenare la crescita in termini di investimenti e occupazione delle tipiche imprese non zombie. In particolare, se la quota di imprese zombie non fosse aumentata rispetto al suo valore nel 2007, gli investimenti effettuati dalle imprese sane al 2013 risulterebbero mediamente superiori del 2%.

In aggiunta, la presenza di imprese zombie può generare barriere all'entrata nel mercato. Gli autori stimano che la congestione causata da queste imprese tenda ad ampliare il divario tra la produttività multifattoriale (MFP) media delle imprese zombie rispetto a quelle sane. Questa evidenza sostiene l'ipotesi di Caballero et al. (2008), secondo la quale il differenziale si forma poiché i nuovi entranti devono superare una soglia di produttività più elevata per compensare una minore redditività

di mercato causata dal comportamento delle imprese zombie, che gonfiano i salari rispetto alla produttività e deprimono i prezzi di mercato.¹⁷³

Inoltre, la probabilità di essere considerata un'impresa zombie aumenta con la grandezza e l'età dell'azienda. Le grandi imprese, infatti, tendono a ricevere maggiori sussidi governativi, specialmente in periodi di crisi, per evitare licenziamenti di massa. Pertanto, gli interventi delle Banche Centrali, il comportamento delle banche e le politiche di salvataggio da parte dei governi hanno contribuito all'incremento e alla sopravvivenza di queste imprese, ritardando la ristrutturazione o l'uscita dal mercato e, di conseguenza, rallentando la crescita produttiva.

Secondo Banerjee e Hofmann (2018), l'aumento della quota di imprese zombie nel tempo è avvenuto soprattutto durante le fasi di recessione economica, senza invertirsi durante i periodi di recupero. Inoltre, una dinamica di bassi tassi di interesse ha contribuito a ridurre la pressione finanziaria su queste imprese, ritardandone la ristrutturazione o l'uscita dal mercato.¹⁷⁴

Gli autori, oltre a adottare la definizione di impresa zombie proposta da Adalet McGowan et al. (2017), utilizzano un'altra classificazione basata su Banerjee e Hofmann (2018). Secondo questa classificazione, un'impresa zombie è caratterizzata da un rapporto tra il valore di mercato delle sue attività e il costo di sostituzione del capitale (q di Tobin) inferiore rispetto alla mediana del proprio settore, indicando quindi una bassa redditività attesa.

Esaminando quattordici economie avanzate, la quota di imprese zombie è aumentata dal 2% alla fine degli anni '80 al 12% nel 2016, utilizzando la prima definizione, e dal 1% al 6% con la seconda definizione. Questo incremento è attribuibile alla persistenza delle imprese nello stato di zombie nel tempo. La probabilità per un'impresa zombie di rimanere tale nell'anno successivo è passata dal 60% all'85% nel periodo considerato, o dal 40% al 70%, a seconda della definizione utilizzata.

I bassi tassi di interesse hanno contribuito ad alleviare la pressione finanziaria su queste imprese: prima del 2000, riducevano il loro indebitamento ad un tasso annuo di

¹⁷³ KORMILITSINA, A., E NEKIPELOV, D. *Consistent Variance of the Laplace-Type Estimators: Application to DSGE Models*, International Economic Review, 57(2), 603-622, 2016

¹⁷⁴ Baumeister, C., Benati L. *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound*. International Journal of Central Banking, 2013;

circa il 2% in più rispetto alle imprese non zombie. Tuttavia, a partire dagli anni 2000, entrambi i gruppi hanno mostrato un andamento simile. Inoltre, gli autori stimano che una riduzione di circa il 10% dei tassi di interesse a partire dagli anni '80 spieghi circa il 17% dell'incremento nella quota di imprese zombie nel periodo considerato.

La conclusione principale è che, competendo per le risorse con le imprese sane, le imprese zombie esercitano una pressione al ribasso sui prezzi dei prodotti, aumentano i salari e i costi di finanziamento, influenzando negativamente la crescita produttiva delle imprese sane. Un aumento dell'1% nella quota di imprese zombie, secondo la definizione di Banerjee e Hofmann (2018), in un settore specifico causa una diminuzione equivalente delle spese in conto capitale (CapEx) delle imprese sane e una riduzione dello 0,26% nel tasso di occupazione.¹⁷⁵

Schivardi et al. (2017) suggeriscono che le banche sottocapitalizzate tendono a concedere più credito alle imprese zombie rispetto ad altre banche (Fig. n. 45). Nel periodo 2008-2013, le banche con un patrimonio di vigilanza inferiore alla mediana hanno contribuito con un aumento annuo del 2% nella crescita del credito alle imprese zombie rispetto ad altre banche. In settori in cui il credito è principalmente erogato a imprese zombie, queste hanno una maggiore probabilità di sopravvivenza rispetto ad altre che rischiano più spesso la bancarotta.¹⁷⁶

Tuttavia, non si riscontra evidenza che questa dinamica del credito danneggi il tasso di crescita delle imprese sane. L'allocazione di credito verso queste controparti rischiose può avere effetti economici positivi, specialmente durante una recessione, poiché contribuisce a evitare il ridimensionamento o la bancarotta, mitigando gli impatti negativi sulla domanda aggregata.

Questi risultati indicano una cattiva allocazione del credito, contribuendo a mantenere in vita imprese non produttive. L'ipotesi di base è che le banche, negli anni successivi alla crisi, abbiano esteso i prestiti a queste imprese per evitare ulteriori restrizioni al

¹⁷⁵ Caballero, R., Hoshi, T., Kashyap, A. K. *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*. American Economic Review, 2008, 98(5), pp 1943-1977.

¹⁷⁶ Banerjee R., Hofmann B. *Corporate zombies: life cycle and anatomy*. Bank for International Settlements, mimeo, 2018. Banerjee R., Hofmann B. *The rise of zombie firms: causes and consequences*. BIS Quarterly Review, 2018;

patrimonio di vigilanza. Tuttavia, sebbene ciò abbia influenzato la composizione dei fallimenti, non sembra aver soffocato la crescita produttiva delle imprese sane.¹⁷⁷

In generale, Storz et al. (2017) trovano che uno stress crescente per le banche non ha avuto effetti negativi sull'indebitamento delle piccole e medie imprese (PMI) europee. Aumenti di stress bancario sono associati a una riduzione dello 0,1% nell'indebitamento delle PMI, mentre l'indebitamento di un'impresa zombie cresce dell'1% annuo. Questi effetti sono più evidenti nei paesi periferici rispetto ai paesi core come Francia e Germania.¹⁷⁸

In conclusione, sebbene non si possa affermare con certezza in quale misura il fenomeno delle imprese zombie abbia danneggiato le imprese sane in termini di risorse sottratte e pressione competitiva, è evidente l'aumento nel tempo di questa tipologia di aziende, la loro scarsa produttività e il collegamento con il settore bancario. L'analisi ha evidenziato come gli interventi di politica monetaria, specialmente in un contesto di tassi negativi, abbiano potuto influenzare negativamente il comportamento delle banche, spingendole a destinare risorse a controparti più rischiose per evitare vincoli regolamentari che avrebbero potuto danneggiare ulteriormente il loro business o nella speranza che i debitori rischiosi tornassero in una situazione di solvibilità.

Pertanto, la crisi finanziaria e la recessione che ne è seguita hanno contribuito al consolidamento di questo fenomeno: le imprese zombie, infatti, tendono a diventare tali nei momenti di recessione economica e non riescono poi ad invertire l'andamento nelle successive fasi di recupero, portando ad un accumulo nel corso del tempo.

Inoltre, le misure delle Banche Centrali, assieme alle politiche di sussidi dei governi, possono aver contribuito a consolidare questo fenomeno: per questa ragione, è necessario che gli interventi vengano riadattati per evitare una cattiva allocazione delle risorse e del credito, come è stato nel caso del mercato immobiliare negli anni 2000, e a contribuire ad una sana competizione sul mercato e ad alimentare le imprese produttive e con un alto potenziale di crescita¹⁷⁹.

¹⁷⁷ Banerjee, R., Hofmann, B. *Corporate zombies: life cycle and anatomy*. Bank for International Settlements, mimeo, 2018;

¹⁷⁸ Schivardi, F., Sette, E., Tabellini, G. *Credit misallocation during the European financial crisis*. BIS Working Papers, 2017, no. 669;

¹⁷⁹ Storz, M., Koetter, M., Setzer R., Westphal, A. *Do we want these two to tango? On zombie firms and stressed banks in Europe*. European Central Bank, Working Paper Series, 2017, no. 2104.

2.d Analisi del programma di acquisto di obbligazioni SMP (2010 – 2012)

Come per altri programmi di acquisto di attività, l'efficacia del Programma di acquisto di obbligazioni della BCE (SMP) è stata oggetto di un intenso dibattito accademico, pubblico e politico. L'obiettivo del presente paragrafo è quantificare l'impatto sui mercati finanziari degli acquisti di attività effettuati nell'ambito del SMP, in particolare sui livelli di rendimento e sulla volatilità degli stessi. Studiamo gli interventi del SMP nei mercati dei titoli di debito pubblico tra il 2010 e il 2011 in cinque paesi dell'area dell'euro: Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna. Tra il 2010 e l'inizio del 2012 sono stati acquistati circa 214 miliardi di euro di obbligazioni, cfr. BCE (2013).

Ci poniamo quindi le seguenti domande: In che modo l'SMP è diverso dagli altri programmi di acquisto di attività? Gli acquisti di attività del SMP hanno influenzato i rendimenti obbligazionari nei mercati secondari del debito dei rispettivi Paesi e, in caso affermativo, in che misura? Gli acquisti hanno influenzato la volatilità e la coda estrema delle variazioni dei rendimenti? Quali canali spiegano l'impatto sui rendimenti? Gli effetti sono del tutto temporanei o di lunga durata? L'SMP è stato annunciato il 10 maggio 2010 e si è concentrato sui titoli di debito di Grecia, Irlanda e Portogallo. Il programma è stato poi esteso ai titoli italiani e spagnoli l'8 agosto 2011. L'SMP è stato sostituito dal programma Outright Monetary Transactions (OMT) il 6 settembre 2012. L'SMP e le OMT sono programmi correlati ma diversi, cfr. Cœuré (2013). L'SMP aveva l'obiettivo di contribuire a ripristinare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria affrontando il malfunzionamento di alcuni mercati dei titoli di Stato e consisteva in interventi sotto forma di acquisti diretti sul mercato secondario; si veda, ad esempio, González-Páramo (2011).¹⁸⁰ Nel concetto di malfunzionamento dei mercati è implicito il concetto che i rendimenti dei titoli di Stato possono essere ingiustificatamente alti e volatili, cfr. Constâncio (2011). È importante

¹⁸⁰ De Pooter, M., Martin, R., Pruitt, S. *The liquidity effects of official bond market intervention in Europe*. Unpublished working paper. Federal Reserve Board and Arizona State University, 2013;

notare che l'SMP non è stato concepito per rendere più accomodante l'orientamento della politica monetaria in quanto tale. Pertanto, l'effetto di liquidità derivante dagli interventi dell'SMP è stato sterilizzato attraverso operazioni di assorbimento della liquidità a una settimana. Sebbene l'obiettivo generale dell'SMP fosse quello di ripristinare la trasmissione della politica monetaria, valutiamo l'SMP analizzando l'impatto del rendimento per euro speso. Ci concentriamo quindi sull'impatto degli acquisti effettivi di obbligazioni e consideriamo gli effetti di annuncio come importanti effetti aggiuntivi. Rispetto ad altri programmi di acquisto di attività da parte delle banche centrali, l'SMP si differenzia per diverse dimensioni e, in particolare, presenta caratteristiche che ricordano gli interventi sui cambi. L'analisi dell'SMP richiede quindi metodi specifici e fornisce ulteriori spunti di riflessione sugli effetti degli acquisti di attività da parte delle banche centrali in mercati obbligazionari stressati. In primo luogo, gli acquisti dell'SMP sono stati effettuati durante una grave crisi del debito sovrano, quando i rendimenti sovrani in diversi paesi dell'area dell'euro erano alti, in crescita e volatili. In questa fase, i titoli oggetto degli acquisti hanno incontrato una scarsa domanda da parte del settore privato.¹⁸¹ Gli acquisti sono stati effettuati durante le fasi più intense della crisi del debito e nei mercati più colpiti dalla crisi. Ciò contrasta con il contesto degli LSAP della Federal Reserve e del QE della Banca d'Inghilterra, dove i rendimenti e le volatilità dei rendimenti a lungo termine erano relativamente bassi e i premi per il rischio di insolvenza trascurabili. In secondo luogo, le caratteristiche principali dell'SMP non sono state rese note mentre il programma era attivo, ad esempio i titoli oggetto del programma, gli importi da acquistare e la durata del programma.¹⁸² A parte gli annunci iniziali sull'SMP, i partecipanti al mercato sono venuti a conoscenza del programma quando gli acquisti sono stati effettuati in un mercato non anonimo. Infine, l'introduzione dell'SMP è stata oggetto di notevoli controversie, sia all'esterno sia all'interno dell'Eurosistema, cioè della BCE e di tutte le banche centrali nazionali (BCN). La portata della controversia all'interno del

¹⁸¹ DE MARCO, F., *Bank Lending and the European Sovereign Debt Crisis*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, forthcoming, 2018

¹⁸² Pasquariello, P., Roush, J., Vega, C. *Government intervention and strategic trading in the U.S. Treasury market*. Unpublished working paper. University of Michigan and Federal Reserve Board, 2014. Corsetti, G., Dedola, L. *The mystery of the printing press: selffulfilling debt crises and monetary sovereignty*. CEPR discussion paper DP9358. Centre for Economic Policy Research, 2013;

bilancio dell'Eurosistema è diventata evidente con le dimissioni del Presidente della Bundesbank nel febbraio 2011 e di un membro del Comitato esecutivo della BCE nel settembre 2011. In generale, l'identificazione dell'impatto sui rendimenti degli interventi sul mercato obbligazionario è un compito difficile. Uno sguardo superficiale ai rendimenti obbligazionari e agli acquisti di obbligazioni nell'ambito dell'SMP può, come suggerito da alcuni, portare all'impressione che l'SMP sia stato inefficace. In particolare, i rendimenti sono aumentati mentre venivano effettuati gli acquisti. Documentiamo che le variazioni dei rendimenti e gli importi degli acquisti SMP con frequenza giornaliera sono correlati positivamente per la maggior parte dei paesi SMP quando sono stati effettuati gli interventi. Di conseguenza, le semplici tecniche di regressione che mettono in relazione le variazioni delle rese con gli importi degli acquisti possono portare a stime del coefficiente di impatto non significative o addirittura positive.¹⁸³

Questi approcci, tuttavia, trascurano la presenza di fattori comuni, come l'aggravarsi della crisi del debito sovrano. Questi fattori comuni spiegano in parte sia l'aumento dei rendimenti (variabile dipendente) sia l'attivazione della misura di politica monetaria non convenzionale (variabile esplicativa). Ciò richiede un'attenta "identificazione dell'impatto". Nel nostro quadro, l'identificazione si basa su un regression panel che sfrutta sia la dimensione trasversale che quella temporale dei dati. In questo quadro, ai fini dell'identificazione non è importante che i rendimenti siano aumentati nel tempo in molti Paesi dell'area dell'euro durante la crisi del debito sovrano. Al contrario, ciò che conta è se, dopo aver controllato per altri fattori, i rendimenti sono aumentati in misura minore nei mercati in cui sono stati effettuati gli acquisti, rispetto a quanto ci si sarebbe aspettati sulla base dell'andamento dei rendimenti in un insieme più ampio di paesi dell'area dell'euro. Sfruttiamo il fatto che il coordinamento all'interno dell'Eurosistema richiedeva che le decisioni di acquisto e gli importi fossero predeterminati con frequenza giornaliera. Una struttura fattoriale ci permette di controllare la dipendenza trasversale dei rendimenti obbligazionari di riferimento di più paesi dell'area dell'euro e il fatto che gli acquisti sono stati effettuati in un contesto

¹⁸³ ROMER, C. D., E ROMER, D. H. *A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications*, American Economic Review, 94(4), 1055-1084, 2004

di grave e crescente crisi del debito sovrano.¹⁸⁴ Confrontiamo i nostri risultati con stime più semplici di differenza-indifferenza (DID) che danno risultati simili ma richiedono ipotesi più restrittive. Riportiamo quattro principali risultati empirici. In primo luogo, oltre ad effetti di annuncio ampi e statisticamente significativi, scopriamo che per 1 miliardo di euro di acquisti di obbligazioni l'SMP ha avuto un impatto sulla scadenza quinquennale che va da 1 a 2 punti base (bps) in Italia a 16-21 bps in Grecia. Le altre stime di impatto assumono valori intermedi, da circa 3 bps/bn in Irlanda, da 4 a 6 bps/bn in Spagna e da 7 a 10 bps/bn in Portogallo. Le diverse dimensioni dei rispettivi mercati spiegano in parte le differenze tra i paesi in termini di impatto sui rendimenti. Un determinato ammontare di acquisti ha un impatto maggiore in un mercato del debito più piccolo. Per 1/1000 del rispettivo mercato del debito, le stime dell'impatto sono di circa 2,6 punti base sulla scadenza a cinque anni. Le stime, sia in termini di 1 miliardo di euro spesi sia in termini di dimensioni relative del mercato, sono più ampie di quelle comunemente riportate in letteratura per gli acquisti di Treasury statunitensi durante il 2008-09 nell'ambito del LSAP della Federal Reserve (cfr., ad esempio, Gagnon, Raskin, Remache e Sack, 2011; D'Amico, English, López-Salido e Nelson, 2012; D'Amico e King, 2013; Cahill, D'Amico, Li e Sears, 2013). Ciò è intuitivo se si considerano le forti differenze in termini di stress di mercato, illiquidità del mercato e premi per il rischio di default per alcuni paesi dell'area dell'euro sottoposti a stress tra il 2010 e il 2012. Scopriamo che i coefficienti di impatto dei rendimenti sono più elevati all'estremità breve che all'estremità lunga della curva dei rendimenti. In secondo luogo, in termini di canali di impatto, troviamo che gli effetti relativamente ampi degli acquisti di SMP possono essere spiegati in termini di riduzione dei premi per il rischio di liquidità, di effetti di segnalazione del rischio di insolvenza e forse di effetti di offerta locale in mercati segmentati (cfr. Duffie, Garleanu e Pedersen, 2005, 2007; De Pooter, Martin e Pruitt, 2013). In primo luogo, il flusso di acquisti da un investitore di ultima istanza riduce i premi per il rischio di liquidità rendendo più facile trovare una controparte. Gli effetti informativi possono

¹⁸⁴ Eser, F., Carmona Amaro, M., Iacobelli, S., Rubens, M. *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*. ECB occasional paper 135. European Central Bank, 2012. Mesters, G., Koopman, S.J., Schwaab, B. *A dynamic yield curve model with stochastic volatility and non-Gaussian interactions: an empirical study of non-standard monetary policy in the euro area*. Tinbergen Institute discussion paper 14-071/III, 2014;

svolgere un ulteriore ruolo (cfr. Pasquariello, Roush e Vega, 2014). In secondo luogo, gli acquisti di titoli sovrani riducono l'offerta locale di titoli di Stato. Vayanos e Vila (2009) e Greenwood e Vayanos (2010) sostengono che se la domanda di tali obbligazioni non è perfettamente elastica, ad esempio a causa della segmentazione del mercato, una riduzione dell'offerta spinge i prezzi al rialzo e abbassa i rendimenti.¹⁸⁵ In terzo luogo, il flusso di acquisti potrebbe aver dato il segnale che la BCE considerava i rendimenti di un paese più alti di quanto giustificato dai suoi fondamentali e che fosse disposta ad attuare misure non convenzionali per affrontare la distorsione implicita nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Rendimenti indebitamente elevati potrebbero, ad esempio, essere il risultato di timori di contagio, di elevati premi per il rischio di liquidità o di un coordinamento dei mercati su un cattivo equilibrio in presenza di equilibri multipli (Corsetti e Dedola, 2013). Coerentemente con questi canali, scopriamo che gli spread denaro-lettera sono diminuiti sostanzialmente e la base dei credit default swap (CDS) e delle obbligazioni è diventata meno negativa quando la BCE è intervenuta, suggerendo un sostanziale miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato. Anche gli acquisti di SMP hanno ridotto gli spread dei CDS, ma in misura minore rispetto ai corrispondenti rendimenti dei titoli sovrani.¹⁸⁶

Il “canale di segnalazione” di Christensen e Rudebusch (2012) e Bauer e Rudebusch (2014), secondo cui gli acquisti influenzano i tassi a medio e lungo termine segnalando bassi tassi futuri di politica monetaria, non è importante nel caso degli acquisti di SMP. La BCE ha sempre sottolineato che l'orientamento di politica monetaria sarebbe rimasto inalterato, si è applicato quindi il “principio di separazione”, secondo il quale le misure di politica monetaria non convenzionali, come gli acquisti di attività nell'ambito dell'SMP, sono complementari e non sostitutive delle politiche dei tassi di interesse (cfr. González-Páramo, 2011). La liquidità aggiuntiva della banca centrale in

¹⁸⁵ Beetsma, R., de Jong, F., Giuliodori, M., Widiyanto, D. *The impact of news and the SMP on realised (co)variances in the eurozone sovereign debt market*. ECB working paper 1629. European Central Bank, 2014;

¹⁸⁶ Krishnamurthy, A., Nagel, S., Vissing-Jørgensen, A. *ECB policies involving government bond purchases: impact and channels*. Unpublished working paper. Stanford University, University of Michigan, and University of California Berkeley, 2014. Krishnamurthy, A., Vissing-Jørgensen, A. *The effects of quantitative easing on interest rates*. Brookings Papers on Economic Activity Fall 2011, pp. 215–287. Bai, J., Collin-Dufresne, P., *The CDS-bond basis*. Unpublished working paper. Georgetown University and Swiss Finance, 2013;

circolazione grazie all'SMP è stata sterilizzata e nel periodo 2010-12 non è stata fornita alcuna forward guidance sui tassi di interesse. Dopo l'annuncio dell'SMP, i rendimenti dei titoli di Stato e i tassi swap overnight del mercato monetario si sono mossi appena nei paesi non in difficoltà e, in particolare, molto meno che nei paesi in difficoltà. L'insieme di questi dati suggerisce che la segnalazione di futuri bassi tassi di politica monetaria non è necessaria perché gli acquisti di attività siano efficaci. In terzo luogo, è documentato che la volatilità dei rendimenti obbligazionari e la probabilità di osservare variazioni estreme dei rendimenti, come dimostrano la deviazione standard, la curtosi e le stime dell'indice di coda di Hill (1975), erano più basse nei giorni di intervento per la maggior parte dei paesi SMP.¹⁸⁷ Gli acquisti a titolo definitivo attenuano i movimenti estremi al ribasso dei prezzi nei giorni di intervento. Le stime dell'indice di coda suggeriscono invece che la deviazione standard più bassa nei giorni di intervento rispetto ai giorni di non intervento è dovuta a un minor numero di movimenti estremi. Questo aspetto è rilevante, poiché un'elevata incertezza sui rendimenti obbligazionari futuri potrebbe da sola costringere gli investitori istituzionali e i market maker a ritirarsi da un determinato mercato, in particolare se i limiti del value-at-risk sono vincolanti; si vedano, ad esempio, Vayanos e Vila (2009) e Adrian e Shin (2010), e Pelizzon, Subrahmanyam, Tomio e Uno, 2013 per l'evidenza aneddotica che ciò si è verificato nella negoziazione dei titoli di debito italiani. In quarto luogo, disgiungiamo le dinamiche transitorie dagli effetti di lungo periodo.¹⁸⁸ A tal fine, stimiamo una specificazione dinamica che tiene conto degli effetti ritardati degli interventi ricorrenti. In alcuni casi, troviamo prove di dinamiche transitorie e stimiamo che l'impatto totale di lungo periodo sia circa la metà dell'impatto immediato. Gli effetti di lungo periodo degli acquisti potrebbero essere il risultato di riduzioni più durature dell'offerta locale di obbligazioni, ceteris paribus, dato che è stato annunciato che le obbligazioni saranno detenute nel bilancio della banca centrale fino alla loro scadenza. Combinando gli effetti di lungo periodo con gli acquisti totali a livello di paese, è possibile stimare la riduzione cumulata del rendimento controfattuale. Gli effetti cumulati per la scadenza a cinque anni sono pari all'1,9% in Spagna, al 3,3% in

¹⁸⁷ FRATZSCHER, M., EHRMANN, M., *Politics and Monetary Policy*, 2010.

¹⁸⁸ GERTLER, M., E KARADI, P., *Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity*, American Economic Journal: Macroeconomics, 7(1), 44-76, 2015

Grecia, allo 0,1% in Irlanda, al 2,1% in Italia e all'1,7% in Portogallo. Si tratta di cifre elevate, ma non irragionevoli se si considerano gli alti livelli di rendimento di alcuni Paesi SMP alla fine del 2011.

Due lavori strettamente correlati alla nostra analisi sono De Pooter, Martin e Pruitt (2013) e Ghysels, Idier, Manganelli e Vergote (2014). De Pooter, Martin e Pruitt (2013) utilizzano i dati settimanali pubblicati degli acquisti aggregati di SMP in tutti i paesi e cercano gli acquisti effettivi per Paese, ipotizzando che gli acquisti settimanali per paese siano stati effettuati in proporzione agli acquisti totali per paese, anch'essi pubblicati. Gli autori contribuiscono alla letteratura in due modi. In primo luogo, essi forniscono un quadro teorico dei prezzi degli asset basato sulla ricerca, che razionalizza gli effetti dei prezzi di breve e lungo termine derivanti dai ricorrenti interventi sul mercato obbligazionario. In secondo luogo, gli autori testano empiricamente se l'SMP abbia avuto un impatto sui premi di liquidità delle obbligazioni sovrane. Gli autori trovano un impatto medio di 2,3 punti base per acquisti pari all'1/1000 del rispettivo debito in essere, e documentano sia effetti transitori che di lungo periodo degli acquisti.¹⁸⁹

Rispetto a De Pooter, Martin e Pruitt (2013) noi non consideriamo solo l'impatto sui premi per il rischio di liquidità, ma ci concentriamo invece sull'identificazione dell'impatto complessivo dei rendimenti. Valutiamo inoltre gli effetti sulla volatilità e la riduzione dei movimenti estremi del mercato. Infine, i dati confidenziali degli acquisti registrati giornalmente consentono di ottenere stime più precise.¹⁹⁰

Ghysels, Idier, Manganelli e Vergote (2014) analizzano, invece, l'impatto sui rendimenti degli acquisti di attività da parte del SMP considerando la dinamica ad alta frequenza dei rendimenti obbligazionari e degli acquisti di attività, piuttosto che basarsi su dati campionati a frequenza giornaliera.

Stimando modelli di regressione basati su dati campionati a intervalli di 15 minuti, si cerca di ridurre al minimo il bias introdotti da fattori non osservati. Questo approccio

¹⁸⁹ Cœuré, B., 2013. Outright Monetary Transactions (OMT), one year on. Speech at the conference. *The ECB and its OMT Programme*. Berlin, 2 September 2013. Constâncio, V., 2011. *Contagion and the European debt crisis*. Keynote Lecture at Bocconi University Milan on 10 October 2011;

¹⁹⁰ KILIAN, L. *Finite-sample Properties of Percentile and Percentile-t Bootstrap Confidence Intervals for Impulse Responses*, The Review of Economics and Statistics, 81(4), 652-660, 1999

porta a stime di impatto locali ad alta frequenza sui momenti condizionati. Gli autori trovano che un intervento di 100 milioni di euro ha avuto un impatto immediato sui rendimenti obbligazionari tra 0,1 e 25 punti base, a seconda del mercato del debito e della tempistica.

Sulla base di modelli di serie temporali di volatilità, il loro studio suggerisce anche che gli acquisti di SMP hanno contribuito alla riduzione della volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato. A differenza del loro studio, noi andiamo oltre le stime di impatto locale ad alta frequenza e gli effetti sulla volatilità. Inoltre, il nostro approccio econometrico controlla in modo esplicito effetti di terzo fattore non osservati, come la pressione al rialzo sui rendimenti durante la crisi, che era particolarmente pronunciata nei periodi in cui sono stati effettuati gli acquisti. Riteniamo che tali controlli siano fondamentali, poiché l'utilizzo di dati a frequenza più elevata non elimina la distorsione verso l'alto, anche se può attenuarla.¹⁹¹

Anche altri studi indagano sull'impatto dell'SMP, ma sono meno correlati. Trebesch e Zettelmeyer (2014) si concentrano sull'impatto sui rendimenti degli acquisti di SMP di titoli di Stato greci nel maggio e giugno 2010. La loro strategia di identificazione si basa su regressioni trasversali, che confrontano le obbligazioni acquistate con quelle non acquistate. I titoli acquistati mostrano un calo dei rendimenti molto più marcato dopo l'avvio dell'SMP.

Gli autori documentano, in particolare, che gli acquisti di 1 miliardo di euro hanno comportato un calo dei rendimenti fino a 204 punti base durante le prime otto settimane del programma.¹⁹²

Infine, Beetsma, de Jong, Giuliodori e Widijanto (2014) analizzano l'impatto dell'SMP sulla volatilità e sul co-movimento dei rendimenti delle obbligazioni sovrane nell'area dell'euro, così come rilevato dai dati giornalieri sulla volatilità realizzata e sulle misure di correlazione. Gli autori hanno riscontrato ampi effetti a livello statistico ed economico e concludono che l'annuncio e gli acquisti dell'SMP hanno indebolito il co-

¹⁹¹ GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.-M. *The ECB's monetary policy during the crisis*. Closing Speech at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011. Vayanos, D., Vila, J.-L. *A preferred habitat model of the term structure of interest rates*. NBER working paper 15487, 2009;

¹⁹² GHYSELS, E., IDIER, J., MANGANELLI, S., E VERGOTE, O., *A High-frequency Assessment of the ECB Securities Markets Programme*, Journal of the European Economic Association, 15(1), 218-243, 2016

movimento positivo dei rendimenti osservato tra i Paesi in difficoltà, riducendo i flussi di capitale “flight-to-safety” dai paesi in difficoltà a quelli non in difficoltà.

Passiamo ora ad un’analisi comparativa dei programmi di acquisto di obbligazioni attuati dalle diverse banche centrali.¹⁹³

Il programma di acquisto di titoli sovrani (SMP) aveva un obiettivo diverso rispetto al programma di allentamento quantitativo (LSAP) e all'espansione quantitativa (QE). Il LSAP e il QE possono essere visti come programmi di acquisto che rendono la posizione della politica monetaria più accomodante una volta che il tasso di interesse principale della politica monetaria ha raggiunto il suo limite inferiore. Al contrario, lo SMP non è stato progettato per rendere la posizione della politica monetaria più accomodante in sé.¹⁹⁴ L'obiettivo dello SMP era piuttosto quello di affrontare il malfunzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. La trasmissione della posizione della politica monetaria per i paesi con mercati obbligazionari malfunzionanti doveva essere allineata a quella del resto dell'area euro. Pertanto, l'effetto di liquidità derivante dalle operazioni SMP veniva sterilizzato. In questo senso, lo SMP agisce come un complemento alla politica standard sui tassi di interesse, piuttosto che come un sostituto. In secondo luogo, riguardo alle condizioni di mercato, lo SMP era attivo nei mercati dei titoli di Stato in cui la profondità e la liquidità erano compromesse. Questa mancanza di profondità e liquidità, a sua volta, era legata alle preoccupazioni sulla sostenibilità delle finanze pubbliche e ai premi di rischio di default associati. Questo contrasta con le condizioni che circondano LSAP e QE, poiché sia i mercati obbligazionari degli Stati Uniti che del Regno Unito sono di dimensioni considerevoli, liquidi e generalmente considerati rifugi sicuri con bassi premi di rischio di default, vedere D'Amico e King (2013) e Joyce, Lasaosa, Stevens, e Tong (2011).¹⁹⁵

Terzo, in termini di strategia di attuazione, sia per i programmi LSAP che QE, la Federal Reserve e la Bank of England hanno annunciato importi totali di acquisti su

¹⁹³ DU, W., TEPPER, A., E VERDELHAN, A. *Deviations from covered interest rate parity*, The Journal of Finance, 73(3), 915-957, 2018;

¹⁹⁴ LIIKANEN, E. *Low interest rate environment and systemic risks - current issues*, 2016

¹⁹⁵ Trebesch, C., Zettelmeyer, J. *ECB interventions in distressed sovereign debt markets: the case of Greek bonds*. Working paper 4731. CESifo. Oehmke, M., Zawadowski, A., 2014. Synthetic or real? The equilibrium effects of credit default swaps on bond markets. Unpublished working paper. Columbia University and Boston University, 2014;

orizzonti temporali specifici. Gli acquisti effettivi all'interno di questi programmi vengono solitamente effettuati sotto forma di aste a intervalli relativamente costanti. Al contrario, nelle due principali date di annuncio per lo SMP - l'annuncio iniziale del 10 maggio 2010 e quello della riattivazione del programma il 7 agosto 2011 - la BCE ha annunciato che avrebbe effettuato acquisti di titoli e quale sarebbe stato il loro obiettivo. Tuttavia, la BCE non ha divulgato gli importi totali che sarebbero stati spesi, né un periodo di tempo durante il quale il programma sarebbe stato attivo, né l'insieme di titoli che sarebbero stati presi di mira. Nel caso dello SMP, quasi nessun dettaglio, a parte il fatto che sarebbero stati effettuati interventi, è stato divulgato nei giorni dell'annuncio. Queste notevoli differenze nella comunicazione implicano anche che le metodologie degli studi sugli eventi attorno ai giorni di annuncio sono meno appropriate per valutare lo SMP.

Infine, gli acquisti di titoli nell'ambito dello SMP hanno inviato un segnale. Tuttavia, questo segnale è diverso dal “canale di segnalazione” in Christensen e Rudebusch (2012) e Bauer e Rudebusch (2014), dove gli acquisti segnalano futuri tassi di interesse a breve termine bassi. Tale segnalazione di futuri tassi di politica monetaria bassi non era né intenzionale da parte dello SMP, né ne risultava, poiché la posizione della politica monetaria rimaneva invariata e l'impatto sulla liquidità circolante della banca centrale veniva sterilizzato. Nel caso dello SMP, tuttavia, gli acquisti sono probabilmente stati un segnale di qualcos'altro, ovvero che la BCE considerava i rendimenti dei paesi più alti di quanto giustificato dai fondamentali del paese. Gli acquisti potevano anche comunicare che la BCE era disposta a considerare e attuare approcci non convenzionali senza precedenti per contrastare la crisi, poiché le misure non convenzionali di politica monetaria sono costose e possono aumentare l'impatto della comunicazione della banca centrale in un contesto strategico, come in Hoerova, Monnet e Temzelidesc (2012). In contesti correlati, una banca centrale può contribuire a coordinare le aspettative di mercato in un contesto di equilibri multipli (vedi Corsetti e Dedola, 2013). Infine, poiché non è stata annunciata una durata specifica per lo SMP, il flusso di acquisti ha comunicato che lo SMP era ancora attivamente implementato. In questo studio, vengono utilizzati dati provenienti da tre fonti. Inizialmente, prendiamo in considerazione i dati sull'acquisto di obbligazioni SMP per paese con una frequenza giornaliera. Gli acquisti di obbligazioni vengono registrati ai valori

nominativi. Gli asset sono stati acquistati nei mercati dei dealer over-the-counter tramite negoziazioni non anonime. Nei giorni di intervento, i partecipanti al mercato hanno rapidamente appreso che si stavano verificando scambi legati all'SMP. La Figura 1 rappresenta gli acquisti totali settimanali per paese e il loro valore contabile accumulato nel tempo. Notiamo che i dati sugli acquisti settimanali sono distribuiti in modo irregolare nel tempo. Gli acquisti più consistenti sono avvenuti dopo l'introduzione dell'SMP il 10 maggio 2010 e dopo la sua riattivazione l'8 agosto 2011. Ci sono lunghi periodi in cui l'SMP era aperto ma inattivo. Dalla fine di marzo 2011 all'inizio di agosto 2011, l'SMP è rimasto inattivo per 19 settimane. Questo è in netto contrasto con le aste regolari effettuate, ad esempio, dalla Federal Reserve nell'ambito degli LSAP. La suddivisione giornaliera dei dati sugli acquisti dell'SMP per paese è confidenziale al momento della scrittura. Tuttavia, la BCE ha pubblicato le sue detenzioni totali dell'SMP per paese alla fine del 2012 nel suo Rapporto Annuale 2013. Utilizziamo i dati giornalieri e specifici per paese confidenziali per questo studio.¹⁹⁶

Come secondo pannello di dati, consideriamo i rendimenti dei titoli di Stato per dieci paesi dell'area euro: Austria (AT), Belgio (BE), Germania (DE), Spagna (ES), Francia (FR), Grecia (GR), Irlanda (IE), Italia (IT), Paesi Bassi (NL) e Portogallo (PT). Le operazioni dell'SMP si sono concentrate principalmente sulla scadenza da due a dieci anni, con la scadenza di cinque anni approssimativamente a metà di questo intervallo. Di conseguenza, ci concentriamo principalmente sull'impatto al “punto medio” della curva dei rendimenti di cinque anni. I dati sui rendimenti provengono da Bloomberg e sono calcolati come rendimenti alla scadenza dai prezzi dei dealer. I dati sui rendimenti sono a frequenza giornaliera dal 1° ottobre 2008 al 20 dicembre 2011. Pertanto, il campione di stima inizia poco dopo il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008 e la garanzia governativa irlandese per sei grandi banche irlandesi il 30 settembre 2008, che segnano insieme l'inizio di una riconfigurazione sostanziale del debito sovrano dell'area euro da parte degli investitori internazionali. Il campione termina prima dell'assegnazione della prima operazione di rifinanziamento a lungo termine della BCE (LTRO) il 21 dicembre 2011. La LTRO ha avuto un impatto considerevole

¹⁹⁶ Rogers, J.H., Scotti, C., Wright, J.H. *Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a cross-country comparison*. International Finance discussion paper 1101. Federal Reserve Board, 2014;

sulle dinamiche e sui livelli dei rendimenti dei titoli di Stato sovrani (vedi Acharya e Steffen, 2015), che vogliamo mantenere separati dall'impatto dell'SMP. La Figura 2 rappresenta lo sviluppo dei rendimenti dal 1° gennaio 2008 per i cinque paesi dell'SMP (pannello superiore) e i cinque paesi dell'area euro non SMP (pannello inferiore). Le due aree ombreggiate indicano quando l'SMP è stato più attivo (confronta con Figura 1). I rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro sono generalmente fortemente correlati sia nel tempo che nella sezione trasversale, suggerendo un ruolo importante di fattori comuni. Durante la crisi del debito, alcuni rendimenti mostrano occasionali movimenti bruschi fino a 200 punti base a frequenza giornaliera. Gli effetti annunciati sono chiaramente visibili nei dati sui rendimenti: i rendimenti quinquennali sono diminuiti di 772,9 punti base in Grecia, 138,6 punti base in Irlanda e 226,4 punti base in Portogallo il 10 maggio 2010; e di 97,0 punti base in Spagna e 93,0 punti base in Italia l'8 agosto 2011. Il pannello inferiore della Figura 2 suggerisce che i rendimenti di riferimento dei paesi non SMP, in particolare quello della Germania, sono rimasti approssimativamente invariati il 10 maggio 2010 e l'8 agosto 2011.¹⁹⁷ Questo suggerisce fortemente che le variazioni osservate nei rendimenti dei paesi dell'SMP non sono state determinate da un segnale di attese di future basse tariffe di politica monetaria (vedi anche Figura 3). Infine, consideriamo un pannello di covariate di controllo osservate. Due variabili catturano una parte importante della dipendenza trasversale e temporale nei rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro: variazioni giornaliere dello spread tra obbligazioni societarie BBB e AAA nella zona euro e variazioni giornaliere dell'indice di volatilità U.S. VIX. Gli spread di qualità creditizia dell'area euro fungono da proxy per l'appetito al rischio riguardo al debito dell'area euro in generale. L'indice di volatilità VIX è un indicatore di paura di mercato e avversione al rischio globale, ma può anche influenzare i flussi di liquidità globali perché influisce sui vincoli di value-at-risk e sulla leva degli intermediari finanziari e dei market maker (vedi Adrian e Shin, 2010, 2014).

¹⁹⁷ Eser, F., Carmona Amaro, M., Iacobelli, S., Rubens, M.. *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*. ECB occasional paper 135. European Central Bank, 2012; Krishnamurthy, A., Vissing-Jørgensen, A. *The effects of quantitative easing on interest rates*. Brookings Papers on Economic Activity Fall 2011, pp. 215–287.

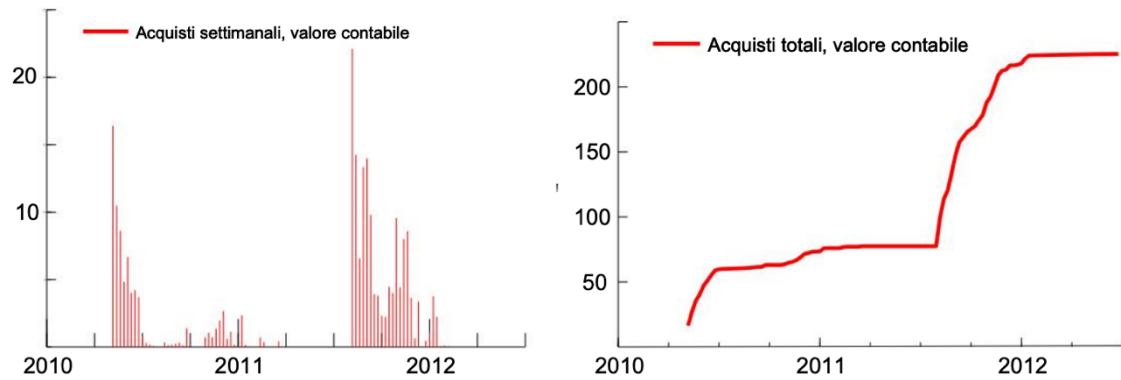


Fig. 1. Importi settimanali e totali degli acquisti SMP. La figura traccia il valore contabile degli acquisti SMP regolati alla fine di una determinata settimana. Riportiamo gli acquisti settimanali tra paesi (pannello di sinistra) e gli importi cumulativi (pannello di destra). Sono esclusi gli importi in scadenza.

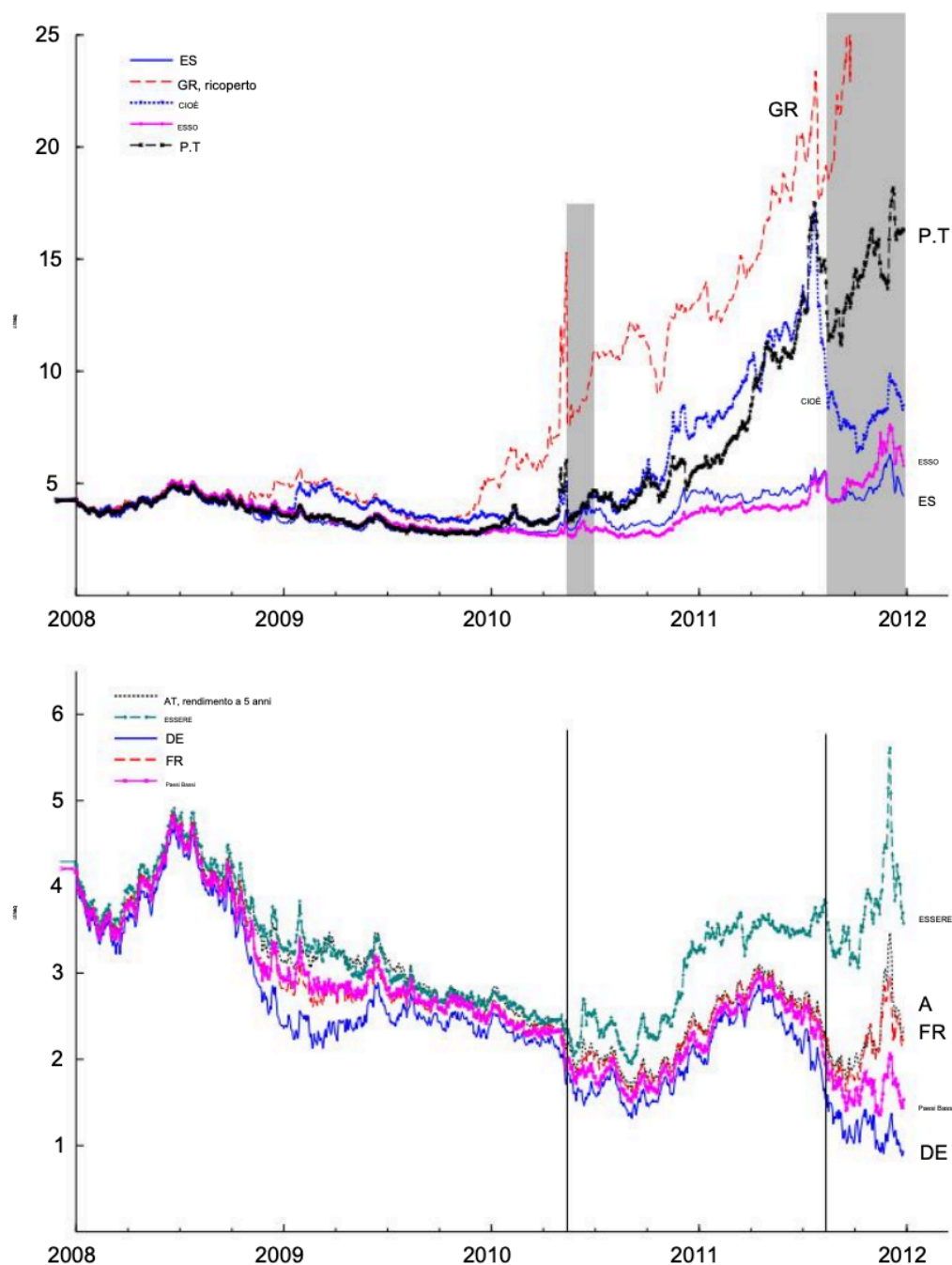


Fig. 2. Livelli di rendimento dei titoli sovrani per i paesi dell'area euro. I riquadri superiore e inferiore riportano i dati dei cinque paesi SMP e di cinque paesi dell'area dell'euro. I rendimenti indicati sono i rendimenti alla scadenza delle obbligazioni benchmark a cinque anni in percentuale. Le aree ombreggiate nel pannello superiore indicano i due periodi durante i quali l'SMP era più attivo, cfr. Fig. 1. Le linee

verticali nel pannello inferiore si riferiscono al 10 maggio 2010 e all'8 agosto 2011, date dell'annuncio.

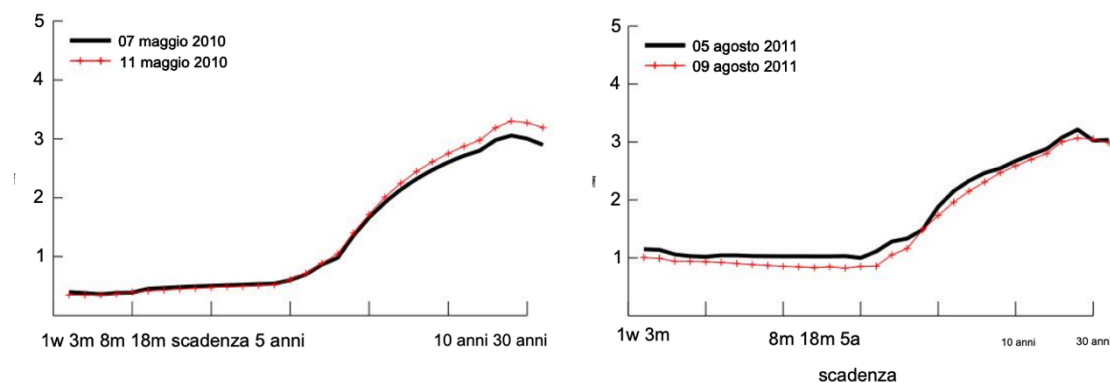


Fig. 3. Tassi OIS prima e dopo gli annunci SMP. Le curve Overnight Index Swap (OIS) sono mostrate prima e dopo gli annunci SMP del 10 maggio 2010 (pannello di sinistra) e 08 agosto 2011 (pannello di destra). I dati OIS provengono da Bloomberg.

Nonostante numerose misure convenzionali e non convenzionali adottate dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dai vari governi nazionali per alleviare gli stress causati dalla crisi finanziaria globale, la zona euro era ancora in una posizione precaria all'inizio del 2011. Una fioritura della crisi del debito sovrano, catalizzata dal declassamento del debito greco da parte delle agenzie di rating e dalle revisioni al rialzo da parte del governo greco del loro indebitamento totale, ha mandato di nuovo nei guai i mercati europei.

Le istituzioni finanziarie sono diventate sempre più vincolate dalla liquidità man mano che le condizioni peggioravano. I mercati monetari europei si sono raffreddati, con preoccupazioni sulla liquidità che si trasformavano in preoccupazioni sulla solvibilità man mano che il finanziamento diventava più costoso. Gli spread EURIBOR-OIS sono saliti a oltre 100 punti base nel luglio 2011. Anche la volatilità è aumentata notevolmente. Nonostante fossero passati alcuni anni dalla crisi finanziaria globale, gli spread sui credit default swap (CDS) per le istituzioni finanziarie sono saliti a oltre

350 punti base nella metà del 2011, quasi 200 punti base più alti rispetto agli spread delle istituzioni non finanziarie (Bollettino Mensile BCE, marzo 2012).¹⁹⁸

Diversi paesi della periferia della zona euro si sono trovati in posizioni finanziarie sempre più precarie. Gli spread dei CDS sovrani e i rendimenti dei titoli di stato per l'Italia e la Spagna sono saliti precipitosamente, indicando che gli investitori erano cauti riguardo al debito sovrano. Per rimediare a queste condizioni, la BCE ha annunciato l'8 dicembre 2011 che avrebbe effettuato due operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) di tre anni nel dicembre 2011 e nel febbraio 2012. In precedenza, la BCE aveva condotto operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) e operazioni principali di rifinanziamento (MRO) con scadenze fino a un anno. Questo annuncio ha segnato la prima volta che la BCE avrebbe emesso finanziamenti a così lungo termine. Questa decisione era senza precedenti, sebbene non sorprendente date le condizioni dei mercati finanziari europei in quel momento.

Il meccanismo effettivo per condurre queste operazioni era attraverso aste di repo tenute dalla BCE. Gli accordi di repo, che sono semplicemente forme di prestito garantito di solito a breve termine, erano il modo in cui la BCE aveva condotto le precedenti LTRO e MRO.¹⁹⁹ Le istituzioni finanziarie con garanzie idonee potevano fare offerte e, di fatto, acquistare finanziamenti dalla BCE a un tasso paragonabile o spesso molto più economico rispetto ai tassi nei mercati privati. Queste istituzioni potevano poi utilizzare il nuovo finanziamento per prestare a imprese non finanziarie che stavano vivendo gli effetti di una stretta creditizia e quindi alleviare quelle pressioni legate alla liquidità. Nel caso della zona euro, i fondi ottenuti tramite le LTRO potevano anche essere utilizzati per acquistare debito sovrano dei paesi periferici come Italia e Spagna, alcuni dei quali venivano scambiati a diverse centinaia di punti base più alti rispetto a quelli dei paesi centrali. Questi governi, che avevano estrema difficoltà a vendere il loro debito sovrano, potevano quindi accedere indirettamente ai finanziamenti della BCE consentendo contemporaneamente alle

¹⁹⁸ Impact of the Two Three-Year Longer-Term Refinancing Operations – Short box in an ECB Monthly Bulletin that displays the market conditions that precipitated the two three-year LTROs, the impact of those LTROs, and several lessons learned from the program. <https://ypfs.som.yale.edu/library/impact-two-three-year-longer-term-refinancingoperations>.

¹⁹⁹ GÜRKAYNAK, R. S., SACK, B., E SWANSON, E. *The Sensitivity of Long-term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models*, American Economic Review, 95(1), 425-436, 2005

banche di liberarsi degli asset tossici nei loro bilanci. L'obiettivo principale del programma, quindi, era migliorare le condizioni di finanziamento a breve termine per le istituzioni finanziarie europee in modo che gli effetti di una stretta creditizia continentale non si facessero sentire sull'economia reale.²⁰⁰

Per le due LTRO di tre anni, le aste si sono tenute il 22 dicembre 2011 e il 29 febbraio 2012, con scadenze rispettivamente il 29 gennaio 2015 e il 26 febbraio 2015. I finanziamenti ottenuti in queste aste potevano essere rimborsati in anticipo dopo un anno, sia in totale che settimanalmente. La BCE ha anche permesso a qualsiasi banca che fosse controparte delle precedenti LTRO di un anno che si erano liquidate nell'ottobre 2011 di estendere la loro scadenza a tre anni, purché avvertissero le rispettive banche centrali nazionali entro il 19 dicembre 2011. In totale, €45,7 miliardi di €56,9 miliardi, ovvero poco più dell'80%, sono stati convertiti in questo modo (Bollettino Mensile BCE, marzo 2012).

Le istituzioni finanziarie potevano fare offerte per quanto finanziamento a lungo termine avessero bisogno, a patto che avessero le garanzie appropriate. Inoltre, i tassi pagati per il finanziamento, solo dell'1%, erano molto più bassi rispetto a quelli offerti dai mercati privati. Questo era principalmente vero per le banche nella periferia della zona euro, che venivano considerate meno affidabili rispetto alle controparti principali della zona euro. Pertanto, le banche nella periferia potevano bloccare quantità illimitate di finanziamenti a basso costo a lungo termine pulendo allo stesso tempo il loro bilancio.²⁰¹

Nonostante la struttura simile delle LTRO di tre anni alle sue precedenti LTRO, la BCE ha aggiunto diverse clausole aggiuntive per ampliare la gamma di garanzie ammissibili, incorporando prestiti alle PMI e ulteriori attività correlate ai mutui ("La BCE annuncia misure per sostenere il credito bancario e l'attività del mercato monetario" 2011). Nel caso dei titoli garantiti da attività, solo le tranches più senior

²⁰⁰ García-Posada, Miguel, and Marcos Marchetti. *The bank lending channel of unconventional monetary policy: The impact of the VLTROs on credit supply in Spain*. *Economic Modelling* 58 (November), 2016, 427-441.

<https://ypfs.som.yale.edu/library/bank-lending-channel-unconventional-monetary-policy-impact-vltros-credit-supply-spain>;

²⁰¹ *FAQs on the measures to support bank lending and money market activity*. European Central Bank. December 8, 2011. <https://ypfs.som.yale.edu/library/faqs-measures-support-bank-lending-and-money-market-activity>. ECB announces measures to support bank lending and money market activity." European Central Bank. December 8, 2011. <https://ypfs.som.yale.edu/node/2545>;

erano ammissibili (“Domande frequenti sulle misure a sostegno del credito bancario e dell'attività del mercato monetario” 2011). Infine, anche il debito garantito dal governo era ammissibile, il che, in alcuni casi, faceva sì che le banche si auto-selezionassero nei programmi di garanzia governativa. Ciò dava alle istituzioni la possibilità di utilizzare questo debito garantito come garanzia nei LTRO per ottenere finanziamenti a basso tasso dalla BCE, che avrebbero poi investito in debito governativo ad alto rendimento, di solito proveniente da paesi periferici.

Quando l'ultima asta si è chiusa alla fine di febbraio 2012, erano stati emessi oltre €1 trilione in accordi di repo, rendendo i LTRO di tre anni i programmi di liquidità di mercato dell'Eurosistema più grandi di sempre. Il primo LTRO, concluso il 21 dicembre 2011, era ampiamente considerato più importante per le istituzioni gravemente vincolate dalla liquidità e ammontava a €489,2 miliardi per 523 banche. Il secondo, concluso il 29 febbraio 2012, con una partecipazione molto più ampia, ammontava a €529,5 miliardi per 800 banche. La liquidità sembrava tornare dopo l'annuncio e la chiusura di entrambe le operazioni. Gli spread dei CDS, in particolare quelli finanziari, sono diminuiti di quasi 150 punti base rispetto al picco di 350 punti base. Anche i tassi di prestito interbancari e la volatilità del mercato monetario della Eurosistema sono diminuiti (Bollettino Mensile BCE, marzo 2012).²⁰²

Come già menzionato, le banche in Italia e in Spagna erano particolarmente vulnerabili nel 2011 e rappresentavano circa due terzi dell'importo totale emesso nell'ambito dei LTRO di tre anni (Carpinelli e Crosignani 2017). L'attività complessiva dei LTRO ha raggiunto il picco durante la presenza dei LTRO di tre anni, quasi raddoppiando rispetto al picco precedente di circa €896 miliardi durante la crisi finanziaria globale. Inoltre, il bilancio della BCE è cresciuto notevolmente, raggiungendo quasi le dimensioni di quello della Federal Reserve e della Banca d'Inghilterra entro il 2012 (Pisani-Ferry e Wolff 2012). La forza trainante dietro questa espansione è stata l'enorme aumento delle transazioni di repo effettuate dalla BCE sia durante la crisi finanziaria globale che durante la crisi del debito sovrano. Dal febbraio 2007 al febbraio 2012, il 64% della crescita del bilancio della BCE è derivato da un aumento

²⁰² ROBERTS, G. O., E ROSENTHAL, J. S. *Examples of Adaptive MCMC*, Journal of Computational and Graphical Statistics, 18(2), 349-367, 2009

degli accordi di repo. (Vedi Figura 1) Le banche nell'Europa meridionale rappresentavano il 70% delle operazioni di rifinanziamento a medio e lungo termine (Pisani-Ferry e Wolff 2012).²⁰³

I paesi del nucleo dell'Eurozona erano anche molto più propensi a rimborsare anticipatamente qualsiasi finanziamento LTRO di tre anni, con le banche tedesche che riducevano la dipendenza dal finanziamento LTRO dell'80% dal 2012 al 2013. Al contrario, le banche italiane rimborsavano solo il 20% dei fondi e le banche spagnole il 45% entro il 2013 (Daetz et al. 2018). Molti istituti che hanno utilizzato il programma hanno anche scelto di collocare gran parte della liquidità presso la facilmente presso la BCE, anche se questa pagava un tasso di interesse di soli 25 punti base, rispetto alla commissione di 100 punti base che le istituzioni finanziarie pagavano alle aste. L'importo in sospeso presso la facilmente di deposito è quasi raddoppiato a seguito delle due operazioni. Dopo il primo LTRO di tre anni nel dicembre 2011, l'importo in sospeso è salito a €411,8 miliardi da €214,1 miliardi, un aumento del 92%. Il secondo LTRO di tre anni ha generato un importo ancora maggiore di euro in sospeso presso la facilmente: da €477,3 miliardi a €820,8 miliardi, un aumento del 72% e il massimo registrato durante la crisi. (Vedi Figura 2.) Sebbene la parte di questi fondi derivante dai LTRO di tre anni sia sconosciuta, gli aumenti drammatici a seguito delle assegnazioni suggeriscono certamente che alcune istituzioni finanziarie europee abbiano scelto di collocare i loro fondi nella facilmente di deposito della BCE. I depositi presso la BCE si sono attestati a oltre €700 miliardi fino a luglio 2012, quando la BCE ha abbassato il tasso della facilità di deposito a 0% ("Tassi chiave di interesse della BCE").²⁰⁴

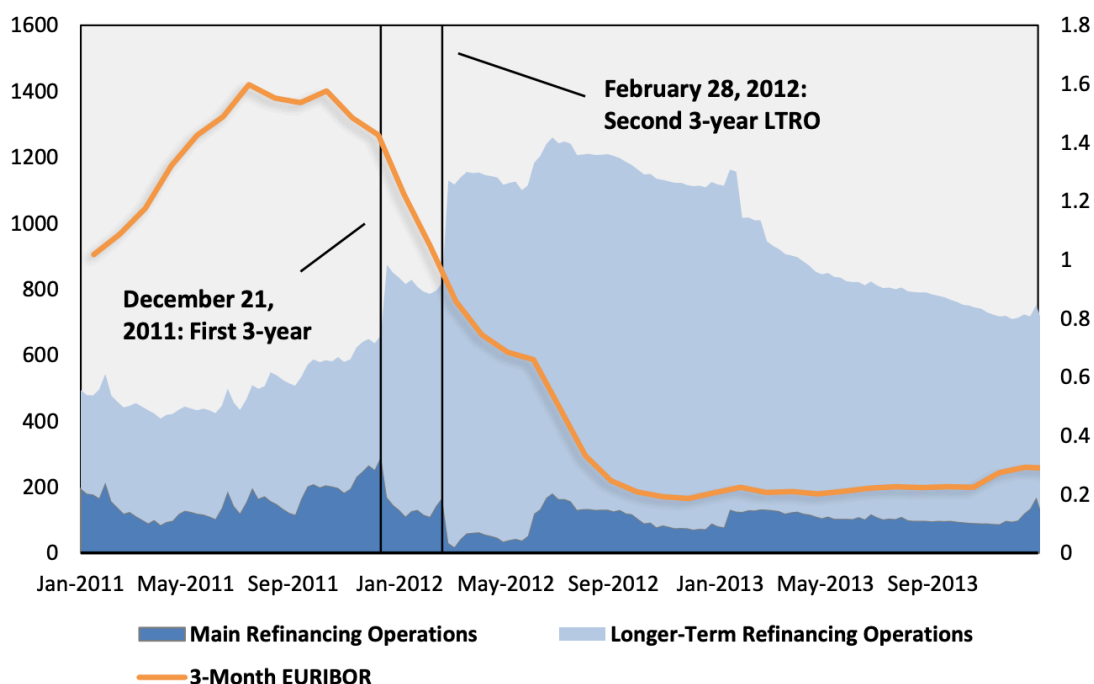
Il rimborso anticipato è stata una caratteristica chiave di queste operazioni, poiché significava che i due LTRO di tre anni erano effettivamente due LTRO di un anno con un'opzione di estensione della maturità fino a tre anni. I partecipanti potevano restituire

²⁰³ Pisani-Ferry, Jean, and Guntram Wolff. 2012. *Is LTRO QE in disguise?* Vox Center for Economic Policy Research. VoxEU. (May 3). <https://ypfs.som.yale.edu/library/ltro-qe-disguise>; Carpinelli, Luisa, and Crosignani, M.. 2017. "The Effect of Central Bank Liquidity Injections on Bank Credit Supply." Federal Reserve Board. (March 9).

²⁰⁴ Boeckx, Jef, Maarten Dossche, and Geert Peersman. *Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies*. International Journal of Central Banking 13, 2017, no. 1 (February): 297-333. <https://ypfs.som.yale.edu/library/effectiveness-and-transmission-ecbs-balance-sheet-policies>. "Draghi strikes back II." The Economist, February 29, 2012. <https://ypfs.som.yale.edu/library/draghi-strikes-back-ii>.

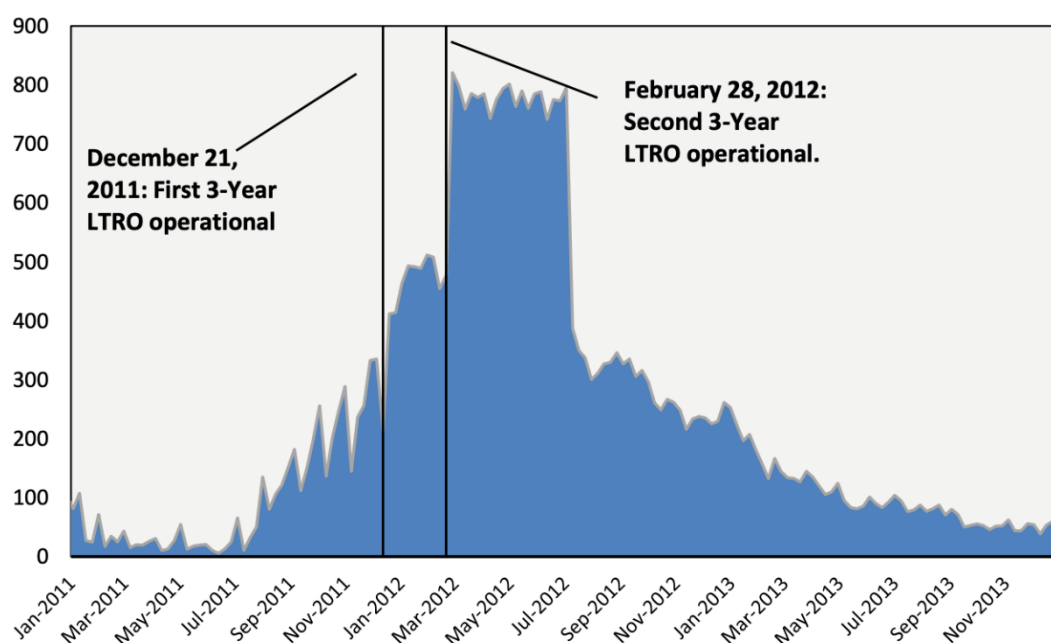
i fondi dai primi e secondi LTRO il 25 gennaio 2013 e il 22 febbraio 2013, rispettivamente. Dal 25 gennaio 2013 al 27 giugno 2013, sono stati rimborsati circa €205,8 miliardi e €101,7 miliardi dai primi e secondi LTRO, rispettivamente (Bollettino Mensile BCE, luglio 2013). Ciò suggerisce che la pressione avversa avvertita da molte istituzioni finanziarie europee all'inizio dei programmi si fosse notevolmente attenuata. Tuttavia, anche altri fattori, come un ritorno generale a fonti di finanziamento più “stabili”, adeguamenti diffusi dei bilanci ed effetti di segnalazione, hanno svolto un ruolo negli importi rimborsati (Bollettino Mensile BCE, febbraio 2013).

A seguito delle operazioni, c'è stato un aumento drammatico della liquidità in eccesso nel sistema, che è passata da €258,1 miliardi a €775,6 miliardi tra i periodi di mantenimento da novembre 2011 a marzo 2012 (Bollettino Mensile BCE, luglio



2013). Inizialmente, le banche europee hanno restituito i fondi più velocemente di quanto previsto dai mercati, e i tassi attesi dell'Euro Overnight Index Average (EONIA) sono aumentati, indicando che i mercati credevano che la dipendenza dal finanziamento LTRO si sarebbe ridotta più rapidamente del previsto. Tuttavia, gli importi di rimborso anticipato si sono rapidamente appiattiti e sono diventati relativamente costanti a seguito del grande impulso iniziale di rimborsi anticipati. Di

conseguenza, i tassi di mercato monetario a breve termine tendevano a rimanere appena sopra il tasso di deposito.²⁰⁵



Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine di tre anni (LTRO) sono state progettate per fornire liquidità alle istituzioni finanziarie europee per prestiti sui mercati privati di finanziamento all'ingrosso durante un periodo di tensioni di mercato persistenti e in crescita. Il finanziamento stesso ha assunto la forma di accordi di repo a più lungo termine, con scadenze di tre anni. Similmente ad altre operazioni di rifinanziamento più standard, la BCE ha condotto un'asta per ciascuna delle due LTRO, in cui le istituzioni finanziarie potevano impegnare garanzie in cambio di finanziamenti all'ingrosso a lungo termine.

L'autorità legale per le operazioni derivava dall'articolo 18.1 del Trattato sull'ESCB. L'articolo 18.1 conferisce specificamente alla BCE l'autorità per impegnarsi in accordi di repo, che erano i tipi di finanziamento utilizzati per le LTRO di tre anni ("Disposizioni Istituzionali"). L'articolo afferma specificamente che "... la BCE e le

²⁰⁵ Andrade, Philippe, Christophe, Cahn, Henri, Fraisse, and Jean-Stéphane Mésonnier. 2017. *Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTRO*. Bank of France. December 30, 2017. <https://ypfs.som.yale.edu/library/can-provision-long-term-liquidity-help-avoid-credit-crunch-evidence-eurosystems-ltro>. Early Repayments of Funds Raised Through Three-Year Longer-Term Refinancing Operations: Developments Since February 2013. ECB Monthly Bulletin. European Central Bank. July 2013. <https://ypfs.som.yale.edu/library/early-repayments-funds-raised-through-three-year-longer-term-refinancing-operations>.

banche centrali nazionali possono: (i) operare nei mercati finanziari acquistando e vendendo a titolo definitivo (contanti e a termine) o in base a accordi di repo e prestando o prendendo in prestito crediti e strumenti negoziabili, sia in euro che in altre valute, nonché metalli preziosi; (ii) condurre operazioni di credito con istituti di credito e altri partecipanti al mercato, con il prestito basato su adeguate garanzie”.²⁰⁶

Il programma è stato amministrato dalle rispettive banche centrali nazionali (NCB) in cui si trovava ciascuna istituzione finanziaria partecipante. Per effettuare un rimborso anticipato, i prestatori dovevano (i) notificare alla rispettiva Banca Centrale Nazionale (NCB) almeno una settimana prima l'intenzione di rimborsare anticipatamente e (ii) rimborsare il giorno successivo di regolamento di una qualsiasi delle Operazioni di Rifinanziamento Principali (MRO) regolarmente programmate dalla BCE. Le NCB avevano anche una certa discrezionalità per quanto riguarda l'ammissibilità delle garanzie e potevano accettare “ulteriori crediti performanti che soddisfano specifici criteri di ammissibilità”, a condizione che si assumessero la responsabilità o il rischio per i crediti accettati in questo modo.

La BCE non ha imposto un limite esplicito all'importo del finanziamento all'asta. Alla conclusione della seconda asta, l'importo totale delle LTRO di tre anni in sospeso era superiore a €1 trilione. Il primo LTRO aveva €489,2 miliardi all'asta per 523 banche, e il secondo ne aveva €529,5 miliardi all'asta per 800 banche. Diverse fonti citano specificamente il livello potenziale del finanziamento come illimitato.

Tutte le banche dell'area euro erano idonee a partecipare al programma. Il primo e il secondo LTRO hanno visto la partecipazione rispettivamente di 523 e 800 banche, provenienti da 19 paesi diversi. Inoltre, le istituzioni nella periferia meridionale dell'Eurozona hanno avuto considerevolmente più attività, rappresentando oltre il 70% del finanziamento delle operazioni di rifinanziamento a medio e lungo termine man mano che la crisi si intensificava (Pisani-Ferry e Wolff 2012). In particolare, le banche in Spagna e Italia erano molto attive, rappresentando circa i due terzi dell'importo totale emesso (Carpinelli e Crosignani 2017).

²⁰⁶Daetz, Stine Louise, Sarah Qian Wang, Marti G. Subrahmanyam, Dragon Yongjun Tang. *Can Central Banks Boost Corporate Investment? Evidence from the ECB Liquidity Injections*. May 24, 2019. <https://ypfs.som.yale.edu/library/can-central-banks-boost-corporate-investment-evidence-ecb-liquidity-injections>.

Debito sovrano, titoli garantiti dal governo e tranches senior ABS erano ammissibili, con alcune riserve. Tutte le consuete garanzie accettate nelle normali operazioni di rifinanziamento erano ammissibili. Sono stati inclusi anche titoli aggiuntivi, come: (i) “ABS con una seconda miglior valutazione di almeno 'single-A' nella scala di credito armonizzata dell'Eurosistema all'emissione, in tutti i momenti successivi”; (ii) “Gli asset sottostanti devono comprendere mutui residenziali e prestiti alle PMI”; (iii) Debito garantito dal governo. Oltre ai criteri di ammissibilità sopra elencati, la BCE richiedeva quanto segue: (i) Tutti gli asset generanti flusso di cassa utilizzati come garanzie dovevano appartenere alla stessa classe; (ii) I prestiti non performanti, strutturati, sindacati o leva erano inammissibili; (iii) Qualsiasi istituto che fosse una controparte o un “terzo vicino” agli ABS utilizzati come garanzie non poteva agire come fornitore di swap dei tassi di interesse; (iv) Tutti i documenti dovevano prevedere clausole di continuità del servizio.²⁰⁷

Le LTRO avevano una durata di tre anni, con la possibilità di rimborso anticipato dopo un anno. È stata la prima volta che sono state emesse LTRO di tre anni. Prima di queste, erano state emesse solo LTRO con scadenze di un anno o meno. I nuovi accordi potevano anche essere rimborsati anticipatamente dopo un anno, sia in un'unica soluzione che su base settimanale, purché il giorno di rimborso anticipato fosse lo stesso del giorno di regolamento di un MRO (Bollettino Mensile BCE, febbraio 2013). Le istituzioni partecipanti dovevano fornire alla propria NCB un preavviso di una settimana della loro intenzione di rimborsare prematuramente. Inoltre, la BCE ha permesso alle banche che avevano utilizzato finanziamenti dall'LTRO di un anno nell'ottobre 2011 di rifinanziare queste operazioni in LTRO di tre anni come parte della prima assegnazione di dicembre.

Non sembra ci fosse un limite alla partecipazione delle banche, e non c'erano importi minimi richiesti. Le istituzioni finanziarie europee potevano accedere a qualsiasi importo di finanziamento desiderato, purché avessero abbastanza garanzie idonee. La

²⁰⁷Krishnamurthy, Arvind, SNagel, S. and Vissing-Jorgensen, A. *ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels*. National Bureau of Economic Research. (November). <https://ypfs.som.yale.edu/library/ecb-policies-involving-government-bond-purchases-impact-and-channels>, 2017;

BCE non ha specificato un limite massimo o minimo all'importo di finanziamento che le istituzioni potevano ottenere nel programma.

I tassi per le aste LTRO erano fissati al 1%. Questo tasso rappresentava la media delle operazioni di rifinanziamento principali (MRO) della BCE nel corso dell'operazione, che erano a tasso variabile. Al momento dell'asta, i tassi di repo BCE erano del 1%. Gli swap EONIA, che erano un proxy per i futuri livelli di tasso MRO, indicavano che probabilmente sarebbero rimasti bassi (Andrade et al. 2017).

Sono state effettuate due aste per le due operazioni: la prima il 22 dicembre 2011 e la seconda il 29 febbraio 2012. Entrambe le aste, tuttavia, sono state annunciate l'8 dicembre 2011. La BCE ha continuato a condurre le sue aste settimanali per le operazioni di rifinanziamento principali (MRO) e per le operazioni di rifinanziamento a breve termine con scadenze di tre mesi, sei mesi e un anno. Queste operazioni non si sono interrotte nonostante le avverse condizioni di mercato.

A causa delle dimensioni massicce del programma, le operazioni di rifinanziamento a lungo termine di tre anni (LTRO) sono state ampiamente scrutinate da accademici, giornalisti e politici. In generale, le istituzioni che erano più gravemente in difficoltà durante la crisi del debito sovrano tendevano a utilizzare di più le strutture. La BCE ha dichiarato che le banche più rischiose tendevano a fare offerte più elevate alle LTRO e che, anche se i mercati privati erano in grado di fornire alcuni finanziamenti alle banche, c'era comunque un forte incentivo a prendere in prestito dalla struttura. Tuttavia, hanno dichiarato che “migliorando le condizioni di finanziamento, la BCE potrebbe aver impedito lo spossamento disordinato di attività, che avrebbe messo sotto pressione alcuni settori del mercato finanziario”, sottolineando anche la convinzione che l'introduzione di questi programmi avesse contenuto gli effetti di contagio su mercati più ampi (Bollettino Mensile BCE, marzo 2012).

Questa giustificazione era molto chiara, perché, sebbene non ci sia stata una crescita significativa nel credito privato o nei prestiti bancari rispetto alle dimensioni del programma, è stata efficace nell'arrestare la caduta libera e stabilizzare alla fine questi due canali. Inoltre, gli effetti di contagio dal settore finanziario all'economia reale, che era una delle principali preoccupazioni della BCE durante la progettazione del

programma, sembravano essere stati notevolmente ridotti grazie all'aumento della liquidità a livello di sistema.²⁰⁸

Uno studio della Banca Nazionale del Belgio ha stimato che l'output e l'inflazione dell'area euro sono stati significativamente influenzati e sarebbero stati più bassi di oltre l'1% senza le operazioni (Boeckx et al. 2017). Anche la domanda di debito sovrano è stata positivamente influenzata, nonostante non fosse un obiettivo primario del programma. In Spagna, Italia e Irlanda, i rendimenti del debito sovrano sono diminuiti intorno al momento dell'annuncio, con la diminuzione maggiore di 51 punti base per i bond spagnoli a due anni (Krishnamurthy et al. 2017).

Nonostante l'apparente impatto robusto sui mercati del debito sovrano e sugli aggregati macroeconomici, i risultati erano misti per il credito bancario, che era l'area principale che la BCE cercava di influenzare. In un documento pubblicato nel novembre 2018, Stine Louise Daetz e i suoi coautori hanno sottolineato che, sebbene questi programmi sembrassero aver fermato la diminuzione degli investimenti delle imprese, non c'è stata alcun aumento significativo dei prestiti. Le banche in difficoltà non hanno prestato in misura maggiore. Tuttavia, le aziende che sono riuscite a ottenere nuovi prestiti da parte di istituti di credito che hanno ricevuto finanziamenti LTRO hanno aumentato i loro investimenti. Infine, gli autori hanno fornito un'interessante analisi controfattuale, spiegando che le aziende al di fuori dell'Eurozona che non avevano accesso diretto ai finanziamenti LTRO hanno ridotto i loro investimenti più di quelle nell'Eurozona (Daetz et al. 2018).²⁰⁹

Alcuni analisti hanno sostenuto che le LTRO non hanno affrontato in modo adeguato i loro obiettivi primari. I rendimenti dei bond italiani e spagnoli, sebbene influenzati positivamente dalla prima serie di LTRO di tre anni, hanno continuato ad aumentare nelle fasi successive del 2012. La Spagna ha visto in particolare un aumento precipitoso del rendimento dei suoi bond decennali, passando dal 5% al 7,6% da marzo 2012 a luglio 2012 (Sia Partners 2012). La deteriorante qualità di alcuni debiti sovrani è stata anche un problema sia presso la BCE che presso le banche periferiche, che

²⁰⁸ *Re-visiting the ECB's 3-year Long Term Refinancing Operations*. Sia Partners. December 7, 2012. <https://ypfs.som.yale.edu/library/re-visiting-ecbs-3-year-long-term-refinancing-operations>.

²⁰⁹ Boeckx, Jef, Maarten Dossche, and Geert Peersman. *Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies*. International Journal of Central Banking 13, 2017, no. 1 (February): 297-333. <https://ypfs.som.yale.edu/library/effectiveness-and-transmissionecbs-balance-sheet-policies>.

avevano acquistato il debito in grande quantità. Per la BCE, un default da parte di uno di questi paesi periferici, sebbene improbabile, avrebbe danneggiato gravemente la qualità di alcuni asset sul bilancio della BCE. Per le banche periferiche, Sia Partners ha utilizzato il declassamento di Santander e BBVA a BBB+ poco dopo aver fatto lo stesso al rating di credito della Spagna una settimana prima come esempio, suggerendo che molte di queste banche erano ora strettamente legate ai loro stati sovrani. The Economist ha espresso sentimenti simili, sostenendo che le misure di austerità adottate dalla Spagna stavano effettivamente danneggiando il suo ritorno alla crescita economica e che la fase acuta della crisi era ancora piuttosto vicina (“Draghi strikes back II”).

Una valutazione scritta da Jean Pisani-Ferry e Guntram Wolff ha definito queste operazioni l'equivalente dell'Eurozona del QE, ma che non ha avuto lo stesso impatto del suo programma gemello. Ciò si basava sul fatto che circa €700 miliardi sono stati depositati presso la struttura di deposito della BCE anziché prestati, suggerendo che la BCE era diventata un grande sostituto nel mercato interbancario. Inoltre, gli autori hanno menzionato una significativa asimmetria nel comportamento delle banche nella parte settentrionale dell'Eurozona rispetto a quella meridionale, spiegando che le banche dell'Europa meridionale dipendono molto di più dalle operazioni di rifinanziamento e hanno comunque ridotto l'importo dei prestiti, contrariamente alle istituzioni nell'Europa settentrionale. Questa asimmetria si è estesa anche al comportamento degli emittenti altamente valutati (AAA), che hanno visto un impatto minimo sulla curva dei rendimenti, rispetto agli emittenti finanziariamente vincolati. Gli autori hanno concluso discutendo che l'assenza di un'unione bancaria e fiscale e le sostanziali differenze tra i membri dell'Euro hanno contribuito a rendere gli strumenti di politica monetaria massicci come le LTRO non altrettanto efficaci (Pisani-Ferry and Wolff 2012).²¹⁰

²¹⁰ Pisani-Ferry, Jean, and Guntram Wolff. 2012. *Is LTRO QE in disguise?* Vox Center for Economic Policy Research. VoxEU. (May 3). <https://ypfs.som.yale.edu/library/ltro-qe-disguise>.
Rooney, Ben, Isadore, C. *Out €529.5 billion to European banks.* (CNN Money – 02/29/2012) – This CNN Money article contains commentary on the performance of the second set of 3-year LTROs by the ECB. The commentary is largely positive. <https://ypfs.som.yale.edu/library/ecb-loans-out-eu5295-billion-european-banks>.

In un'analisi del settore bancario francese, la Banca di Francia ha spiegato che la maggior parte della trasmissione della politica monetaria che ci si aspetterebbe da un'operazione così sostanziale è avvenuta dopo la prima asta LTRO a dicembre. L'impatto della seconda asta è stato molto più attenuato. La domanda per la struttura era più alta nelle banche che erano più vincolate dalla liquidità, e i grandi debitori corporate tendevano a beneficiare maggiormente dalla partecipazione. Inoltre, le aziende che avevano una storia precedente di forte redditività hanno visto un impatto positivo sulla loro offerta di credito da parte dei creditori, suggerendo che le politiche non hanno portato a un “credito zombi”. Le piccole imprese, che dipendevano maggiormente dal finanziamento bancario, e di conseguenza erano più vulnerabili a una stretta creditizia, hanno visto un effetto positivo, ma non allo stesso grado dei grandi e “intermedi”. L' 1% superiore degli imprenditori aveva un'offerta di credito aumentata del 63% rispetto alla media delle imprese utilizzate nel campione di 24 banche. La scoperta più importante di questo studio è che, secondo la stima di base degli autori, ogni €1 miliardo di liquidità presa in prestito dalla struttura è associato a un aumento del credito di soli €186 milioni (Andrade et al. 2017).²¹¹

L'analisi della Federal Reserve delle operazioni ha scoperto che il credito privato in assenza delle LTRO si sarebbe contratto del 2% in più, al 5,6% rispetto al 3,6% con le strutture. Questo risultato e il successivo ripristino del credito privato sono stati guidati dalle banche più esposte alla stretta creditizia.²¹² D'altra parte, le banche meno esposte tendevano a utilizzare il finanziamento a tasso basso e attraente per acquistare bond sovrani a rendimento più elevato, spesso da paesi periferici. Nel caso dell'Italia, che aveva istituito un programma di garanzia governativa, gli autori hanno scoperto che molte banche, indipendentemente dall'estensione della loro esposizione, si sarebbero autoselezionate nel programma di garanzia governativa e poi avrebbero impegnato gli stessi titoli come garanzia. Mentre le banche più vincolate alla liquidità utilizzavano di più la garanzia, le banche più grandi e meno colpite mostravano più regolarmente i comportamenti di “ricerca di rendimento” descritti sopra. In particolare, la Fed ha

²¹¹ BAI, J., *Inferential Theory for Factor Models of Large Dimensions*, *Econometrica*, 71(1), 135-171, 2003.

²¹² BEBER, A., E BRANDT, M. W., *When it Cannot Get Better or Worse: The Asymmetric Impact of Good and Bad News on Bond Returns in Expansions and Recessions*, *Review of Finance*, 14(1), 119-155, 2009

scoperto che, per ogni euro preso in prestito, le banche esposte e meno esposte investivano rispettivamente €0,44 e €0,83 in bond governativi, mentre le banche più esposte investivano €0,13 di ogni euro in credito privato (Carpinelli and Crosignani 2017).

Una scoperta che sembra essere in gran parte costante in varie analisi del programma è che le istituzioni più vincolate dalla liquidità e sotto stress, spesso situate in paesi periferici “più rischiosi”, hanno utilizzato in modo sproporzionato le strutture. Miguel García-Posada e Marcos Marchetti hanno ampiamente discusso il canale del credito bancario della trasmissione della politica monetaria delle LTRO, affermando che le operazioni hanno avuto “un effetto positivo di dimensioni moderate” sull'offerta di credito bancario alle imprese. Hanno stimato che la crescita del credito annuale direttamente attribuibile alle LTRO è variata dall'0,8% all'1% e che le PMI hanno beneficiato di più da questa crescita del credito perché avevano meno opzioni per raccogliere finanziamenti rispetto alle grandi imprese. Le grandi imprese, specialmente quelle con forti relazioni di prestito con le istituzioni finanziarie, non sono state significativamente influenzate perché, come spiegano gli autori, “il prestito relazionale è una fonte di credito più stabile rispetto al prestito transattivo” (García-Posada and Marchetti 2016).²¹³

Quindi, le valutazioni suggerivano che le LTRO di tre anni avevano un impatto misto. Ciò era dovuto in gran parte al fatto che molte istituzioni hanno scelto di mantenere quantità sostanziali di fondi presi in prestito presso la BCE, a una mancanza di movimento significativo verso l'alto nei principali fondamentali macroeconomici e ad altri fattori non economici, come la struttura stessa dell'Eurozona. Nonostante queste debolezze endogene ed esogene, la scoperta più favorevole era che il colpo che i mercati del finanziamento avevano subito a causa dello stress indotto dalla crisi del debito sovrano era stato superato. Le cadute precipitose in vari aggregati macroeconomici e finanziari si sono attenuate, anche se la loro ripresa sarebbe stata lenta nonostante l'intervento continuo della BCE. Le banche colpite più duramente

²¹³ García-Posada, Miguel, and Marcos Marchetti. *The bank lending channel of unconventional monetary policy: The impact of the VLTROs on credit supply in Spain.* Economic Modelling 58 (November), 2016; 427-441. <https://ypfs.som.yale.edu/library/bank-lending-channel-unconventional-monetary-policy-impact-vltros-credit-supply-spain>.

dalla stretta creditizia tendevano a utilizzare di più la struttura, e i loro omologhi meno colpiti facevano comunque uso delle strutture, ma facevano poco per guidare il ripristino del credito privato. Le banche meno esposte hanno preferito investire i finanziamenti a basso tasso della banca centrale in bond sovrani ad alto rendimento. L'effetto complessivo sul canale del credito bancario e, in particolare, sul credito privato, è stato relativamente limitato rispetto alle dimensioni del programma. Tuttavia, le strutture sembravano fermare o ridurre considerevolmente il congelamento del mercato monetario dell'Eurozona e impedire che una stretta creditizia si riversasse nell'economia reale. In un comunicato stampa seguente all'assegnazione delle prime LTRO di tre anni, Mario Draghi dichiarò che, "... pensiamo che questa decisione abbia almeno impedito una contrazione del credito che sarebbe stata più seria, molto più seria" (Draghi and Constâncio 2012).²¹⁴

2.e I tassi di interesse negativi

Sebbene i motivi sottostanti all'implementazione della NIRP (Negative Interest Rate Policy) varino tra le banche centrali, i loro canali di trasmissione all'attività e all'inflazione sono concettualmente analoghi a quelli della politica monetaria convenzionale. In particolare, si prevede che la NIRP venga trasmessa principalmente attraverso i canali del tasso di interesse, del credito, del portafoglio e del tasso di cambio. Tuttavia, sotto la NIRP, ci sono complicazioni associate a questi canali che potrebbero limitare l'efficacia della politica.²¹⁵

Analizziamo innanzitutto il canale del tasso di interesse. Similmente ai tagli dei tassi in positivo, tagliare i tassi di politica leggermente al di sotto dello zero dovrebbe ridurre i tassi a cui gli intermediari finanziari conducono le loro attività di prestito. In particolare, i tagli dei tassi in negativo possono essere attesi per ridurre i tassi del mercato monetario e i rendimenti obbligazionari alla fine breve dello spettro di

²¹⁴ Draghi strikes back II (The Economist – 02/29, 2012 – Economist article evaluating the second set of LTROs and comparing them to the first. It is a critical article. <https://ypfs.som.yale.edu/library/draghi-strikes-back-ii>.

²¹⁵ ANGRICK, S., NEMOTO, N. *Central Banking Below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates In Europe And Japan*, 2017

maturità. Un calo indotto dalla politica nei tassi di interesse nominali a breve termine dovrebbe risultare in tassi di interesse nominali a lungo termine più bassi, poiché gli investitori arbitrano le differenze nei rendimenti attesi, rettificati in base al rischio, tra titoli di debito di diverse scadenze. La NIRP potrebbe anche comprimere ulteriormente i rendimenti a lungo termine se il fatto di addebitare alle banche per l'accaparramento di contanti porta all'acquisto di titoli di debito a più lunga scadenza. Questi effetti potrebbero combinarsi all'abbassamento dei tassi di interesse reali e i costi di prestito, incoraggiando così le famiglie e le imprese ad aumentare la spesa e gli investimenti.²¹⁶ Tuttavia, il canale del tasso di interesse della trasmissione della politica monetaria affronta alcuni vincoli sotto la NIRP. Ad esempio, per quanto riguarda i tassi di deposito e prestito commerciali, le banche potrebbero esitare ad imporre tassi negativi ai depositanti individuali o aziendali per prevenire uno spostamento verso contanti o altri asset finanziari che ridurrebbe la loro base di depositi. Questa tendenza, combinata con gli sforzi per mantenere i margini di interesse, potrebbe potenzialmente ridurre il passaggio della NIRP ai tassi di prestito.

Passiamo al canale del credito. Si prevede che la politica monetaria influenzi la quantità di credito disponibile per famiglie e imprese modificando il loro premio per il finanziamento esterno (canale del bilancio o canale del credito ampio) e cambiando l'incentivo delle banche all'erogazione di prestiti (canale del prestito bancario o canale del credito stretto). Il canale del credito facilita un meccanismo di amplificazione (meccanismo acceleratore finanziario) insieme al canale del tasso di interesse. La NIRP effettivamente equivale a una tassa sull'accaparramento di liquidità da parte delle banche, che dovrebbe incoraggiarle ad utilizzare le riserve in eccesso per aumentare il prestito. Tuttavia, potrebbe esserci un impatto avverso sulla crescita del credito se le banche addebitano tassi di prestito più alti per coprire le loro probabili perdite associate ai tassi di interesse negativi o se una redditività più bassa e una base di capitale ridotta le rendono più riluttanti a prestare.

²¹⁶ Jimenez, G., Ongena, S., Peydro, L., Saurina, J. *Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?* Econometrica, 2014, 82 (2): 463-505. Morgan, J.P. *Negative Policy Rates: The Bound is Lower than You Think*. Special Report, February 9, 2016;

In merito al canale del portafoglio. Un calo indotto dalla politica nei tassi di interesse a breve termine dovrebbe sostenere la domanda di asset con rendimenti più elevati, come le azioni. Prezzi degli asset più alti a loro volta possono indurre effetti di ricchezza, e attraverso valutazioni più elevate sostenere gli investimenti e alla fine la crescita. L'effetto positivo potrebbe essere rafforzato dalle aspettative di una crescita più forte associata a un ulteriore allentamento della politica monetaria. Il meccanismo di trasmissione sotto la NIRP dovrebbe essere ampiamente simile, ma la NIRP (come altre politiche monetarie non convenzionali), potrebbe potenzialmente distorcere le valutazioni degli asset e portare a rischi di bolle dei prezzi degli asset, se sostenuta per un periodo prolungato di tempo.²¹⁷

Infine, il canale del tasso di cambio. Nelle economie aperte, effetti aggiuntivi di un calo indotto dalla politica nei tassi di interesse a breve termine avvengono attraverso aggiustamenti della valuta. Quando i tassi di interesse domestici diminuiscono rispetto a quelli esteri, ci si aspetta che la valuta domestica si deprezzi per eguagliare i rendimenti reali corretti per il rischio su vari strumenti di debito. Pertanto, l'aumento dei differenziali dei tassi di interesse associati alla NIRP può essere atteso per contribuire alla svalutazione della valuta domestica, scoraggiare gli afflussi di capitale e promuovere le esportazioni nette. Tuttavia, se molti paesi intraprendono simultaneamente la NIRP per promuovere le esportazioni, ciò potrebbe portare a politiche di svalutazione competitiva del vicino mendicante.

Come sono evolute le principali variabili finanziarie dall'introduzione della NIRP?

Con riferimento all'evoluzione dei tassi di mercato monetario, deposito e prestito, come suggerito dal canale del tasso di interesse, i tagli dei tassi di politica sono solitamente riflessi in cali analoghi nei tassi del mercato monetario. In linea con le aspettative di un effetto simile a quello della trasmissione della politica monetaria convenzionale, i tassi del mercato monetario overnight, a 1 mese e a 3 mesi, sono scesi al di sotto dello zero in seguito agli annunci della NIRP in tutte le economie (ad eccezione dell'Ungheria, dove la MNB ha ridotto il suo tasso sui depositi a soli -5 punti

²¹⁷ Claessens, S. *An Overview of Macprudential Policy Tools.* IMF Working Paper: 14/214, International Monetary Fund, Washington, D.C. Claessens, S., N. Coleman and M. Donnelly. 2016. *Low-for-long Interest Rates and Net Interest Margins of Banks in Advanced Foreign Economies.* Federal Reserve Board, IFDP Notes, April 11, 2016;

base). I tassi all'ingrosso in calo hanno permesso alle grandi imprese con accesso diretto ai mercati delle cambiali commerciali e delle obbligazioni societarie di ridurre i loro costi di finanziamento a breve termine, mentre i tassi negativi del mercato monetario hanno incoraggiato gli investitori a passare a beni più rischiosi e di più lunga durata.²¹⁸ La riduzione dei costi di finanziamento all'ingrosso delle banche si è riflessa in tassi di prestito più bassi, ma le rigidità verso il basso dei tassi dei depositi al dettaglio potrebbero aver contribuito a ridurre il pass-through in alcuni casi. I movimenti nei tassi dei depositi sono variati tra i paesi ma ci sono prove che le banche si sono generalmente dimostrate riluttanti a trasferire i tassi negativi ai depositanti al dettaglio, poiché questi rimangono una fonte chiave di finanziamento. In Svezia, i tassi sui depositi si sono spostati a circa zero, rimanendo invece leggermente positivi nella gran parte dell'area dell'euro. Tuttavia, alcuni tassi sui depositi aziendali sono scesi al di sotto dello zero in Danimarca e Svizzera.

Le banche che si affidano di più ai depositi al dettaglio per il finanziamento sono meno in grado di ridurre i tassi di prestito a imprese e famiglie e, in alcuni casi, hanno aumentato le commissioni per compensare i margini più bassi. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, i tassi di prestito sono diminuiti sotto la NIRP, in particolare nei paesi con maggiore concorrenza tra le banche e una maggiore proporzione di tassi variabili e scadenze di prestito più brevi. Il calo dei tassi di prestito a breve termine nell'area euro ha superato quello dei tassi di politica e di finanziamento all'ingrosso. Poiché altre iniziative politiche sono state intraprese nello stesso periodo, comprese ulteriori misure di QE, l'impatto specifico della NIRP sui tassi di prestito è difficile da isolare. In Danimarca e Svezia, i tassi di prestito sono generalmente diminuiti in seguito agli annunci della NIRP, sebbene lentamente.

Il legame tra i tassi di politica e i tassi di prestito a lungo termine, come i mutui residenziali, può essere complesso. Ad esempio, la SNB (2015) osserva che le banche svizzere inizialmente hanno aumentato i tassi ipotecari in seguito al taglio del tasso di politica al -0,75 per cento, per contrastare la pressione sui margini di interesse, poiché

²¹⁸ Gieck, J. *Unconventional Monetary Policy in an Open Economy*. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper: 41/2014. Glick, R. and S. Leduc. *Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets*. Journal of International Money and Finance, 2012, n. 31 (8): 2078-2101.

il costo della copertura a termine è aumentato durante un periodo di incertezza nei mercati finanziari. Nel 2016, i mercati si sono adattati all'ambiente di tassi di politica negativi e i tassi ipotecari svizzeri sono scesi nuovamente, sebbene marginalmente rispetto alla significativa riduzione dei tassi ufficiali. Un basso pass-through può riflettere, tra gli altri fattori, la maggiore dipendenza delle banche svizzere dai depositi al dettaglio (BIS 2013).

In linea con i canali di trasmissione sopra descritti, la NIRP è generalmente stata associata a uno spostamento verso il basso della curva dei rendimenti. I rendimenti dei titoli di Stato a brevi scadenze sono infatti diventati sempre più negativi. Nelle economie in cui è stata implementata la NIRP, circa il 40 per cento dei titoli sovrani con scadenze tra uno e tre anni veniva scambiato a rendimenti negativi nel giugno 2016. La frazione di obbligazioni con rendimenti negativi è la più alta in Svizzera, seguita da Giappone e Germania. Sia la Germania che il Giappone hanno emesso obbligazioni sovrane a 10 anni con rendimenti negativi nel 2016, mentre in Svizzera il debito sovrano con scadenze fino a 50 anni è stato brevemente scambiato a rendimenti negativi a metà del 2016. L'impatto della NIRP sui rendimenti obbligazionari sembra riflettere principalmente uno spostamento verso il basso nelle aspettative riguardo al futuro percorso dei tassi di politica, piuttosto che una ulteriore compressione dei premi a termine da livelli già bassi. Ciò è coerente con gli obiettivi dichiarati della NIRP e sottolinea la sua complementarità con le politiche di QE che mirano più specificamente a una compressione dei premi a termine e agli effetti di bilancio del portafoglio.²¹⁹

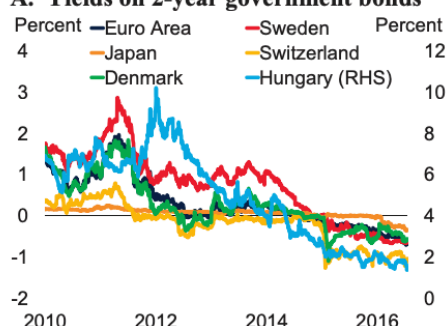
Oltre all'effetto della NIRP, ci sono altri fattori che guidano i rendimenti negativi, in particolare quelli oltre la parte corta della curva dei rendimenti. Questi includono forze globali, come il calo delle aspettative di inflazione e crescita, bassi investimenti ed eccesso di risparmi, così come un pool in diminuzione di attivi finanziari fissi a basso rischio e ad alta valutazione, che hanno esercitato una significativa pressione al ribasso sui tassi di interesse reali globali. I programmi di acquisto di asset su larga scala da

²¹⁹ Gombacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G. *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*. Journal of Money, Credit and Banking, 2014, 46 (4): 615-642. Goodfriend, M. *Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper, 2000, 00-03.

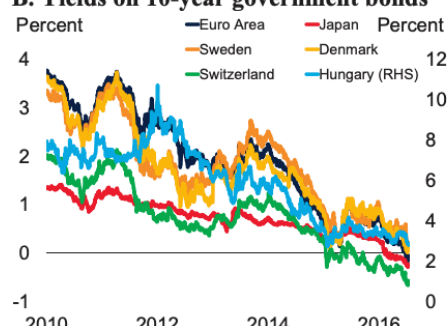
parte delle principali banche centrali, i flussi verso i rifugi sicuri durante episodi di stress finanziario e il deterioramento della solvibilità creditizia hanno ulteriormente ridotto il pool di attivi sicuri nel periodo post-crisi, spingendo verso il basso i rendimenti a lungo termine.

Dall'introduzione della NIRP, sia le proiezioni che le aspettative di inflazione hanno continuato a diminuire. Il declassamento delle proiezioni di inflazione sull'orizzonte rilevante per la politica (due anni) ha riflettuto in larga misura l'impatto del forte calo dei prezzi del petrolio e di altre materie prime dalla metà del 2014. Tuttavia, anche le aspettative di inflazione a lungo termine hanno mostrato segni di una tendenza al ribasso.

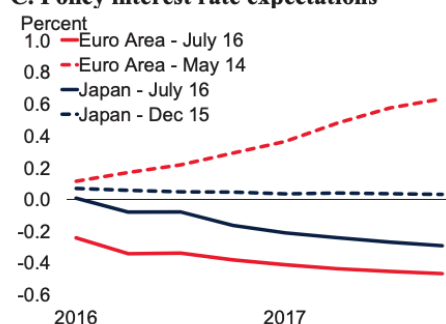
A. Yields on 2-year government bonds



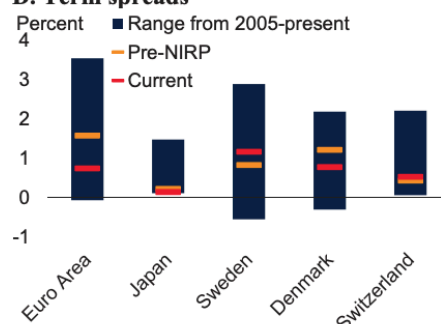
B. Yields on 10-year government bonds



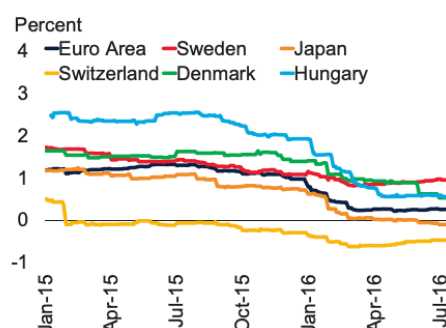
C. Policy interest rate expectations



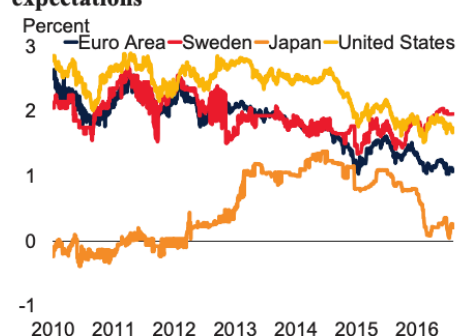
D. Term spreads



E. 2016 inflation forecasts



F. Long term market-based inflation expectations



Le valute dei paesi con NIRP hanno mostrato risposte variegate. In media, si sono svalutate rispetto al dollaro statunitense e, in misura minore, in termini ponderati per il commercio da quando sono state prese le corrispondenti decisioni di politica, in linea con il canale del tasso di cambio menzionato in precedenza. Tuttavia, lo yen giapponese e il franco svizzero sono eccezioni notevoli a questa tendenza. In Giappone, l'apprezzamento dello yen sembrava essere guidato principalmente da afflussi di capitale dovuti a considerazioni di rifugio sicuro e preoccupazioni per i rischi di deflazione che aumentano i tassi di interesse reali attesi. In Svizzera, il taglio dei tassi nel gennaio 2015 era direttamente collegato alla decisione della SNB di abbandonare il suo tetto sul tasso di cambio nei confronti dell'euro, che ha portato a un forte apprezzamento. In vigore dal 2011, la politica del tasso di cambio era diventata insostenibile di fronte a rapidi afflussi di capitale e a una politica sempre più accomodante nell'area euro. Mentre un'esplorazione visiva dell'evoluzione di varie variabili finanziarie dà un'idea dei canali di trasmissione della NIRP, non fornisce prove sull'effetto specifico dell'adozione della stessa. Isolare l'effetto degli annunci di politica monetaria e il loro impatto successivo da politiche complementari o altri sviluppi economici costituisce una significativa sfida empirica. Per affrontare questa difficoltà, un ampio filone della letteratura sull'impatto delle politiche QE impiega studi sugli eventi su brevi periodi di tempo.²²⁰

L'“evento” è definito come un annuncio di taglio del tasso di politica in (o entro) un valore negativo, per un totale di 17 osservazioni per le cinque principali banche centrali che implementano la NIRP. Lo studio sugli eventi tiene traccia di sette variabili: tassi del mercato interbancario a 1 e 3 mesi, rendimenti obbligazionari a 2 e 10 anni, aspettative di inflazione a 10 anni (tassi swap), il tasso di cambio effettivo nominale e i prezzi delle azioni. Lo studio è limitato a una finestra temporale di un giorno intorno all'annuncio, poiché finestre più lunghe probabilmente includono gli effetti di altri sviluppi non correlati. Gli eventi sono raggruppati nel tempo e tra i paesi, e i

²²⁰ Ilgmann, C., Menner, M. *Negative Nominal Rates: History and Current Proposals.* International Economics and Economic Policy, 2011, 8: 383-405. Hannoun, H. *Ultra-Low or Negative Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth.* Speech at the Eurofi High-Level Seminar, Riga, April 22, 2015. Hofmann, B., Shim, I., Shin, H.S. *Sovereign Yields and the Risk-Taking Channel of Currency Appreciation.* BIS Working Paper: 538. Hamilton, J. *Negative Interest Rates.* Econbrowser (blog), February 7, 2016.

cambiamenti nella variabile di interesse sono tracciati e mediati all'interno della finestra di osservazione.

Lo studio sugli eventi presenta alcune importanti avvertenze che implicano il fornire prove utili ma solo indicative dell'impatto iniziale della NIRP. In primo luogo, il numero di eventi nel campione è relativamente piccolo. In secondo luogo, misure politiche aggiuntive (in particolare misure di QE) sono state spesso annunciate o segnalate contemporaneamente alla NIRP. Mentre è ragionevole supporre che gli annunci di NIRP possano aiutare a spiegare i cambiamenti nei tassi di interesse di mercato a breve termine, i cambiamenti nei rendimenti a lungo termine, nelle aspettative di inflazione e nei mercati azionari e valutari possono essere difficili da interpretare. In terzo luogo, il cambiamento misurato il giorno dell'annuncio non tiene conto degli effetti di anticipazione. In quarto luogo, i tagli dei tassi di interesse di politica di dimensioni diverse sono trattati allo stesso modo.

A seguito degli annunci di NIRP, in media i tassi del mercato monetario sono diminuiti di 2-3 punti base, i rendimenti dei titoli di Stato a 2 anni sono scesi di quasi 6 punti base e i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni di quasi 4 punti base. Le aspettative di inflazione si sono mosse poco intorno agli annunci di politica, mentre gli sviluppi nei mercati dei tassi di cambio sono stati misti, con il forte apprezzamento del franco svizzero nel gennaio 2015 che ha avuto una grande influenza sulla media del campione.

Se la finestra temporale dell'evento viene estesa fino a un mese, si ottengono risultati qualitativamente simili ma generalmente maggiori, anche se questa finestra più lunga è probabilmente influenzata da fattori non correlati alla NIRP. Durante un periodo di 30 giorni, il calo cumulativo mediano nei rendimenti dei titoli di Stato a 2 anni e a 10 anni è stato di oltre 15 punti base, riflettendo uno spostamento corrispondente nelle aspettative dei tassi di politica. Sebbene la gamma dei risultati vari significativamente tra i paesi e gli eventi, la NIRP sembra essere stata associata allo spostamento verso il basso della curva dei rendimenti previsto nella maggior parte dei casi. Non è possibile

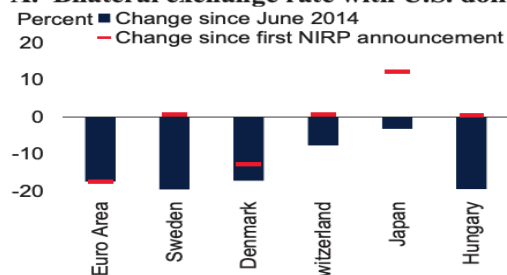
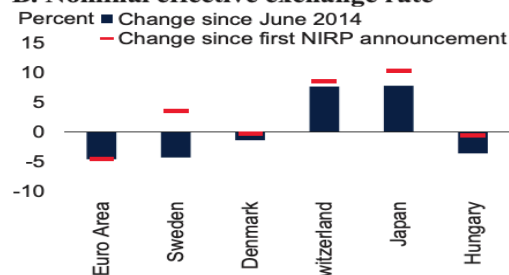
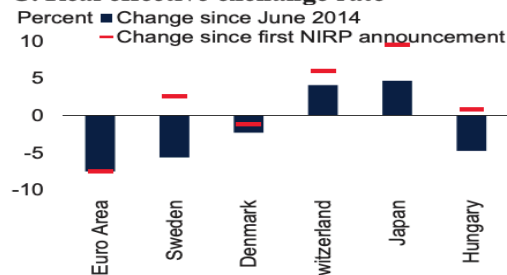
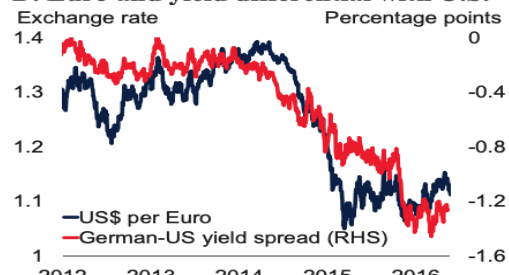
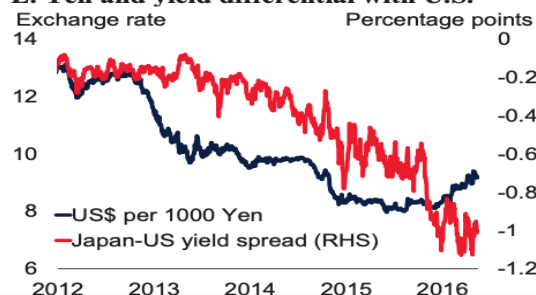
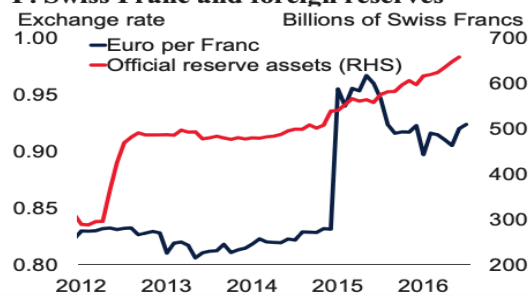
discernere cambiamenti duraturi nei tassi di cambio e negli indici dei mercati azionari da altri fattori che li influenzano nel tempo.²²¹

Gli sviluppi specifici dei paesi mostrano variazioni significative. I maggiori movimenti nei tassi del mercato monetario e nei rendimenti obbligazionari sono stati osservati in Svizzera, Giappone e Danimarca, riflettendo forse il fatto che i tagli dei tassi di politica erano più significativi o i cambiamenti di politica inaspettati. Gli annunci di NIRP della BCE sono stati associati a un calo relativamente contenuto dei rendimenti obbligazionari, probabilmente riflettendo il fatto che le politiche complementari e la guida futura erano nel complesso meno espansive di quanto precedentemente atteso dai mercati finanziari. Anche gli sviluppi dei tassi di cambio e dei mercati azionari sono stati misti nell'area euro.

Una domanda naturale da porsi è se le risposte delle principali variabili finanziarie agli annunci di NIRP differiscano da quelle di altri tipi di politiche monetarie. Un approccio potrebbe essere quello di confrontare la risposta iniziale del mercato a seguito degli annunci di NIRP con quella seguita ai tagli dei tassi convenzionali in territorio positivo e agli annunci di QE. Per fare ciò, viene condotto un altro studio sugli eventi nel contesto delle politiche della BCE.²²² Questo studio sugli eventi è soggetto alle stesse avvertenze menzionate in precedenza e porta alle seguenti osservazioni. Primo, confrontato con i tagli dei tassi di politica durante il ciclo di allentamento dei primi

²²¹ McAndrews, J. *Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound?* Speech at the University of Wisconsin in Madison, May 8, 2015. Mendoza, E. *Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage*. American Economic Review, 2010, 100: 1941-1966. Meggyesi, P. *Reflections on Negative Interest Rates in Switzerland*, 2010; J.P. Morgan, May 14, 2010. Jackson, H. *The International Experience with Negative Policy Rates*. Bank of Canada Staff Discussion Paper: 2015-13. Huttel, P. *Negative Deposit Rates: The Danish Experience*. Bruegel (blog), June 5, 2014, Brussels.

²²² Waller, C. J. 2016. "Negative Interest Rates: A Tax in Sheep's Clothing." Federal Reserve Bank of St. Louis, On the Economy (blog), May 2, 2016. Walsh, C. 2010. "Monetary Theory and Policy." Third Edition, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts. Weale, M. 2016. "Unconventional Monetary Policy." Speech Given at the University of Nottingham, March 8, 2016. Nieder, D. 2013. "10 Years of Low Interest Rate Environment—Experiences from the Japanese Life Insurance Market." GenRe Insurance Issues Series, April 2013. Lo, A. 2012. "Reading about the Financial Crisis: A 21-Book Review." Massachusetts Institute of Technology, mimeo. Malinovskaya, A. and D. Wessel. 2016. "Did Negative Rates in Europe Trigger Massive Cash Hoarding?" Brookings Institution (blog), June 17, 2016. Kocherlakota, N. 2016a. "Use the Power of Negative Rates." Bloomberg View (blog), March 10, 2016. Huidrom, R., M. A. Kose and F. Ohnsorge. 2016a. "Challenges of Fiscal Policy in Emerging and Developing Economies." CEPR Discussion Paper: 11347. Shin, H. S. 2016. "Bank Capital and Monetary Policy Transmission." Panel Remarks at the ECB and Its Watchers XVII Conference, Frankfurt, April 7, 2016. Stiglitz, J. 2016. "What's Wrong with Negative Rates?" Project Syndicate, April 13, 2016.

A. Bilateral exchange rate with U.S. dollar**B. Nominal effective exchange rate****C. Real effective exchange rate****D. Euro and yield differential with U.S.****E. Yen and yield differential with U.S.****F. Swiss Franc and foreign reserves**

anni 2000, la reazione dei tassi del mercato monetario e dei rendimenti obbligazionari ai recenti annunci di NIRP era qualitativamente simile, ma spesso minore. Ciò riflette principalmente tagli più piccoli nei tassi sui depositi e un tasso di operazioni di rifinanziamento marginale (MRO) stabile nell'era della NIRP.

I tassi MRO sono stati tagliati solo di 25 punti base dall'inizio della NIRP mentre i tassi sui depositi sono stati ridotti di 40 punti base.

Secondo, i tagli dei tassi di politica immediatamente dopo la crisi finanziaria globale hanno coinciso con significativi cali nei tassi di interesse a breve termine (e cali nei tassi di interesse a lungo termine in alcuni paesi), probabilmente riflettendo gli effetti calmanti dell'accomodamento della politica monetaria in mezzo a notevoli nervosismi del mercato nella fase precedente e durante la crisi del debito dell'area euro. Sebbene basata su un numero limitato di eventi, la reazione iniziale del mercato alla NIRP suggerisce un modello ampiamente coerente rispetto ai precedenti tagli dei tassi di interesse in territorio positivo, per quanto con variazioni significative. Inoltre, i risultati associati alla NIRP sembrano essere qualitativamente simili a quelli degli annunci di QE con cali generalmente maggiori nei tassi a breve termine.

L'impatto della NIRP può essere analogo a quello dei tassi di interesse di politica molto bassi ma positivi sotto molti aspetti, la NIRP, però, potrebbe presentare rischi per la

stabilità finanziaria, in particolare se i tassi scendono sostanzialmente al di sotto dello zero o se la NIRP viene impiegata per un periodo di tempo prolungato. Le conseguenze negative della NIRP potrebbero includere l'erosione della redditività delle banche e di altre istituzioni finanziarie e l'assunzione eccessiva di rischi da parte degli investitori. Poiché le banche possono essere riluttanti o incapaci di trasferire i tassi di politica sui depositi negativi ai loro clienti senza erodere la loro base di risparmio, la NIRP potrebbe mettere sotto pressione la loro redditività restringendo i margini di interesse netti, ovvero la differenza tra i tassi di prestito e di deposito delle banche commerciali. Questo è particolarmente rilevante per i depositanti al dettaglio, che potrebbero affrontare costi inferiori nel sostituire i depositi con la valuta rispetto alle grandi imprese e agli investitori istituzionali. Recenti prove empiriche suggeriscono una relazione positiva tra i tassi di interesse a breve termine e i margini di interesse netti, con un effetto negativo sulla redditività particolarmente significativo in un ambiente di bassi tassi di interesse.

L'effetto del restringimento dei margini di interesse netti sulla redditività bancaria sotto la NIRP dipende, tra gli altri fattori, dalla fonte di finanziamento delle banche e dal grado di adesività verso il basso dei tassi sui depositi al dettaglio. Ad esempio, Bernanke sostiene che tassi a breve termine leggermente negativi non dovrebbero essere attesi ad avere grandi effetti sulla redditività bancaria se le banche dipendono principalmente dal finanziamento all'ingrosso, dai grandi depositanti e dai depositanti esteri. Le banche che si affidano principalmente ai depositi al dettaglio, che mostrano un limitato passaggio dei tassi di interesse dalla NIRP, probabilmente subiranno una compressione dei margini più ampia rispetto alle banche che si affidano principalmente al finanziamento all'ingrosso. Il fatto che i tassi del mercato interbancario si siano spostati più in profondità in territorio negativo rispetto ai tassi sui depositi al dettaglio, come documentato in precedenza, evidenzia questo impatto differenziato. L'effetto della NIRP sulla redditività bancaria dipende anche dalla capacità delle banche di diversificare le fonti di reddito e aumentare le commissioni bancarie.²²³

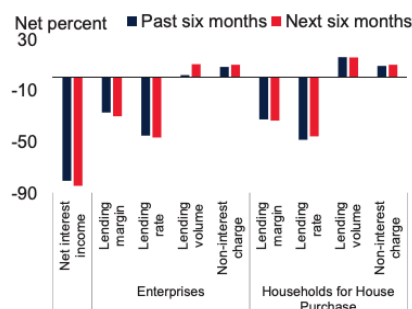
²²³ Bernanke, B. 2002. *Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here.* Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington, D.C. Bernanke, B. 2005. *The Global*

Il sondaggio sul prestito bancario dell'area euro di aprile 2016 ha rilevato la percezione tra le banche che la NIRP abbia già danneggiato la redditività. Ad esempio, più dell'80% delle banche partecipanti al sondaggio ha dichiarato che il tasso negativo sulla facilità di deposito ha contribuito a una diminuzione del loro reddito netto da interessi. Secondo il sondaggio, i programmi di acquisto di asset della BCE hanno anche ridotto i margini di interesse netti e la redditività delle banche, nonostante il miglioramento dei guadagni in capitale. Il calo dei prezzi azionari delle banche dell'area euro dalla metà del 2015 potrebbe essere parzialmente attribuito alle preoccupazioni del mercato sulla futura redditività.

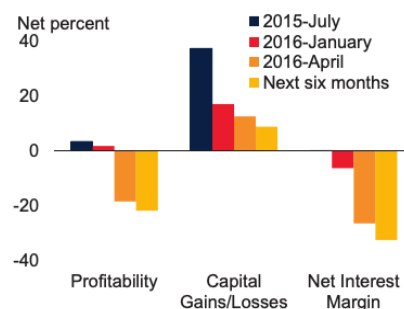
Tuttavia, la redditività bancaria dipende più fondamentalmente dalla salute complessiva dell'economia, che influisce sia sul volume dei prestiti sia sulla loro qualità. Una crescita più forte dovrebbe aiutare a ridurre i prestiti non produttivi, rafforzare la base di capitale delle banche e rendere più ripida la curva dei rendimenti, tutti fattori importanti che sostengono le condizioni di prestito e di redditività. Le prove suggeriscono che il reddito netto delle grandi banche dell'area euro non è stato significativamente influenzato, grazie a minori svalutazioni e maggiori entrate non da interessi. Nei paesi con NIRP, i margini di prestito bancario rimangono all'interno dei range post-crisi, nonostante mostrino alcuni segni di compressione.

Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Speech at the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond, March 10, 2005. Bernanke, B. 2016a. *What Tools Does the Fed Have Left? Part 1: Negative Interest Rates.* Brookings Institution (blog), March 18, 2016. Bernanke, B. 2016b. *What Tools Does the Fed Have Left? Part 2: Targeting Longer-Term Interest Rates.* Brookings Institution (blog), March 24, 2016. Bernanke, B. 2013. *The Federal Reserve and the Financial Crisis.* Princeton, New Jersey: Princeton University Press. Bernanke, B. and M. Gertler. 1995. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.* Journal of Economic Perspectives, 9 (4): 27-48. Bernanke, B., M. Gertler and S. Gilchrist. 1999. *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework.* Handbook of Macroeconomics, Edited by J. B. Taylor and M. Woodford.

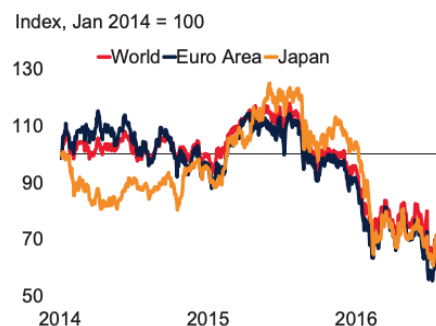
A. Impact of ECB's NIRP on banks



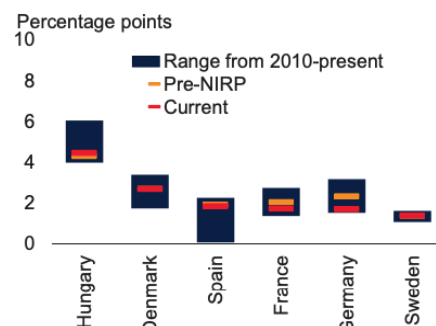
B. Impact of ECB's QE on banks



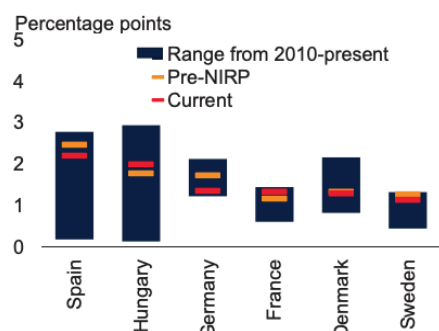
C. Bank equity prices



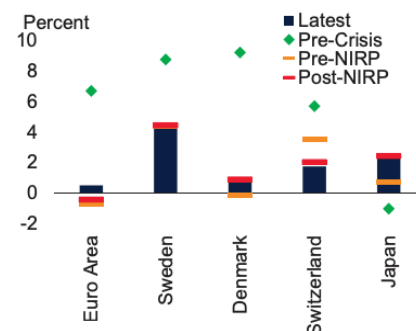
D. Interest margins on household lending



E. Interest margins on corporate lending



F. Credit growth



Recenti ricerche empiriche documentano un aumento della crescita dei prestiti all'introduzione della NIRP nell'area euro. Rostagno et al. mostrano che sotto la NIRP, le banche dell'area euro sono diventate più propense a trasformare le riserve extra in prestiti o acquisti di obbligazioni, e che il prestito totale alle imprese è aumentato rispetto a uno scenario controfattuale. Il sondaggio sul prestito bancario della BCE di luglio 2016 indica anche che le condizioni di offerta di prestiti sia per le imprese sia per le famiglie hanno continuato a migliorare durante la prima metà del 2016. Nei paesi con NIRP, la crescita del credito è generalmente migliorata, sebbene lentamente nella maggior parte dei casi.²²⁴

²²⁴ Blanchard, O., D. Furceri, and A. Pescatori. 2014. "A Prolonged Period of Low Real Interest Rates?" In *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, edited by C. Teulings and R. Baldwin. London: Centre for Economic Policy Research. Blinder, A. S. 2013. *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Works Ahead*. New York: Penguin Press. Agarwal, R. and M. Kimball. 2015. "Breaking Through the Zero Lower Bound." IMF Working Paper: 15/224. Ahmed, S. and A. Zlate. 2014. "Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?" *Journal of International Money and Finance*, 48 (B): 221-248. Alsterlind, J., H. Armelius, D. Forsman, B. Jonsson and A. Wretman. 2015. "How Far Can the Repo Rate be Cut?" Sveriges Riksbank, Economic Commentary: 2015/11.

Sebbene un impatto negativo significativo della NIRP sulla redditività bancaria non sia ancora chiaro, tassi persistentemente negativi potrebbero portare a effetti dannosi nel tempo e minare la trasmissione della politica monetaria. Per mitigare questo rischio, le banche centrali hanno adottato misure complementari specifiche. Ad esempio, l'implementazione della NIRP da parte della BCE faceva parte di un pacchetto di misure che includevano l'espansione degli acquisti di asset e, forse più importantemente per la redditività delle banche, la seconda generazione delle Operazioni di Rifinanziamento a Lungo Termine Mirate (TLTRO). Il programma TLTRO permette alle banche di prendere in prestito a tassi di interesse fissi zero o negativi, a condizione che espandano il credito al settore privato. Se la NIRP è vista come una tassa sui depositi delle banche, questa misura potrebbe essere vista come un prestito sovvenzionato. Se le banche aumentano i loro prestiti abbastanza da ottenere lo sconto completo sul tasso di interesse sul loro prestito TLTRO (cioè, un tasso del -0,4 per cento), l'effetto dei tassi negativi sui depositi presso la banca centrale sui guadagni bancari potrebbe essere compensato, a seconda della rispettiva dimensione delle riserve in eccesso e delle nuove operazioni di rifinanziamento.

I sistemi di tasso sui depositi a scaglioni, nei quali i tassi negativi si applicano solo a una parte delle riserve in eccesso, sono stati visti come un'altra opzione per alleviare la pressione sulle banche sotto la NIRP. Questi sistemi sono stati adottati in Danimarca, Svizzera e Giappone. Il FMI sostiene che il sistema a scaglioni della SNB, insieme al passaggio dei tassi negativi ai depositanti all'ingrosso da parte delle banche, ha mitigato gli effetti dei tassi di interesse negativi sui profitti delle banche in Svizzera. La SNB afferma che il tasso negativo applicato ai depositi a vista presso la banca centrale oltre determinate soglie ha avuto un piccolo impatto sui guadagni complessivi per le banche focalizzate a livello nazionale. Gli investitori istituzionali, inclusi le compagnie di assicurazione, i gestori di asset e i fondi pensione, mutualistici e sovrani, spesso mantengono portafogli con grandi quantità di titoli di stato alla ricerca di rendimenti stabili e corretti per il rischio per soddisfare obblighi a lungo termine. Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione potrebbero anche essere vincolati a detenere titoli di stato da requisiti prudenziali. Con titoli a rendimento persistentemente basso o negativo, le compagnie di assicurazione sulla vita e i fondi pensione potrebbero avere difficoltà a generare rendimenti adeguati. Inoltre, alcuni prodotti come le rendite

a tasso fisso potrebbero diventare meno attraenti e i problemi associati alle opzioni sottostimate potrebbero essere esacerbati. I rendimenti azionari e la solvibilità delle assicurazioni sulla vita potrebbero quindi peggiorare e diventare sempre più sensibili ai tassi di interesse, come osservato negli Stati Uniti dalla crisi finanziaria globale. Differenze nei regimi fiscali e nelle normative implicano che la sensibilità ai rischi dei tassi di interesse potrebbe variare considerevolmente tra le giurisdizioni.²²⁵

In linea con le crescenti sfide affrontate dal settore, i prezzi azionari delle compagnie di assicurazione nell'area euro e in Giappone sono scesi durante il periodo della NIRP. Tuttavia, le compagnie di assicurazione in Europa hanno intrapreso azioni per migliorare la loro posizione di solvibilità negli ultimi anni, in parte in preparazione a un nuovo regime normativo. L'esperienza del Giappone con più di 20 anni di tassi di interesse nominali molto bassi illustra anche che cambiamenti sostanziali nel portafoglio di prodotti e nell'allocazione degli asset possono aiutare l'industria assicurativa ad adattarsi in circostanze sfidanti.

Analizziamo ora l'impatto della misura sui fondi del mercato monetario.

I fondi del mercato monetario effettuano investimenti conservativi in asset equivalenti a contanti, come debito aziendale o governativo a breve termine ad alta valutazione, per fornire agli investitori liquidità e conservazione del capitale pagando un modesto rendimento. A causa del loro modello di business, questi fondi possono affrontare sfide formidabili anche a tassi molto bassi ma positivi. Specificamente, i soldi potrebbero fluire fuori da questi fondi poiché i rendimenti molto bassi ma positivi sugli asset sicuri a breve termine probabilmente produrrebbero rendimenti nominali netti delle spese negativi per gli investitori dei fondi del mercato monetario. Sebbene questi fondi mirino ad evitare riduzioni nei valori netti degli asset, questo obiettivo non sarebbe raggiungibile se i tassi di mercato sono negativi per un periodo esteso.

Tuttavia, l'esperienza con la NIRP non ha indicato un impatto negativo maggiore sui fondi del mercato monetario. Ad esempio, l'esperienza danese suggerisce che i fondi

²²⁵ Altavilla, C., Carboni, G., Motto, R. *Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the Euro Area*. European Central Bank, Working Paper Series, 2015 1864. Armstrong, A., Caselli, F., J. Chadra, J., Den Haan, W. 2015. *Monetary Policy at the Zero Lower Bound*. VoxEU, August 2, 2015. Garbade, K., McAndrews, J. Liberty Street Economics (blog), Federal Reserve Bank of New York, April 29, 2012. Garbade, K. and J. McAndrews. *Interest-Bearing Securities when Interest Rates are Below Zero*. Liberty Street Economics (blog), Federal Reserve Bank of New York, May 4, 2015.

del mercato monetario possono trasferire i tassi negativi senza interruzioni significative. È stato documentato che il volume delle transazioni nei mercati monetari è diminuito leggermente all'introduzione della NIRP, ma ciò rifletteva principalmente una tendenza in corso già iniziata nel 2010. Inoltre, il settore dei fondi del mercato monetario europeo è cresciuto in mezzo alla NIRP e alcuni fondi hanno ricevuto afflussi continui. Infine, la scadenza del debito detenuto da questi fondi non è cambiata drasticamente sotto la NIRP, suggerendo che non hanno modificato significativamente il loro modello di business e hanno superato relativamente bene l'ambiente di bassi tassi di interesse.²²⁶

Le potenziali interruzioni al funzionamento dei mercati monetari sono probabilmente una ragione importante per cui la NIRP non è vista come un'opzione politica preferita negli Stati Uniti. In particolare, i fondi del mercato monetario statunitensi operano secondo regole che rendono difficile per loro pagare tassi di interesse negativi. Questi fondi sono solitamente considerati una componente più importante del sistema finanziario negli Stati Uniti rispetto all'Europa. Uno studio della Federal Reserve esplora le implicazioni di mercato di tassi bassi, pari a zero e moderatamente negativi sulle riserve in eccesso. Conclude che ridurre i tassi di interesse sulle riserve in eccesso a livelli vicini allo zero provocherebbe deflussi dai fondi del mercato monetario. Ridurre il tasso sulle riserve in eccesso a zero accelererebbe i deflussi e porterebbe a perdite di entrate per i fondi focalizzati sui titoli del Tesoro. Impostare il tasso sulle riserve in eccesso leggermente al di sotto dello zero implicherebbe ulteriori riduzioni nella redditività dei fondi del mercato monetario e aumenterebbe la probabilità che alcuni di essi diventino non sostenibili. Inoltre, il processo di asta per i nuovi titoli del Tesoro statunitensi attualmente non permette ai partecipanti di presentare offerte con

²²⁶ Goldman Sachs. *Eight Questions on Negative Interest Rates*. Japan Economics Analyst, 2016: 16/04. Gombacorta, L., Hofmann, B., Peersman, G. *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*. Journal of Money, Credit and Banking, 2014, 46 (4): 615-642. Morgan, J.P. *Negative Policy Rates: The Bound is Lower than You Think*. Special Report, February 9, 2016. Kapetanios, G., Mumtaz, H., Stevens, I., Theodoridis, K. *Assessing the Economy-Wide Effects of Quantitative Easing*. The Economic Journal, 2012, 122, PP. 316-347. Armstrong, A., Caselli, F., Chadra, J., Den Haan, W. *Monetary Policy at the Zero Lower Bound*. VoxEU, August 2, 2015. Arslan, Y., Guler, B., Taskin, T. *Joint Dynamics of House Prices and Foreclosures*. Journal of Money, Credit and Banking, 2015, 47 (S1): 133-169.

tassi negativi, aggiungendo alle difficoltà operative nell'implementazione della NIRP²²⁷.

2.f L'Outright Monetary Transactions (OMT).

L'analisi dell'OMT non può prescindere dalla trattazione delle tematiche di legittimità legate alla sua applicazione, ma nel dettaglio questi aspetti saranno approfonditi nel prossimo capitolo.

In questo paragrafo ci si limiterà a un'analisi economica sugli effetti di questa misura. Annunciato il 6 settembre 2012, l'OMT è stato progettato come uno strumento di politica monetaria per preservare la stabilità dell'eurozona e garantire il corretto funzionamento della politica monetaria. L'obiettivo principale del programma era quello di acquistare titoli di Stato sul mercato secondario per i paesi dell'area euro che si trovavano in difficoltà, a condizione che questi paesi si impegnassero in riforme economiche e rispettassero condizioni rigorose.²²⁸

Invece di avere una durata fissa, l'OMT è stato concepito come uno strumento flessibile da utilizzare in base alle necessità per affrontare le tensioni nei mercati obbligazionari dei paesi dell'eurozona. Da quando è stato annunciato, il programma OMT ha agito più come un deterrente, contribuendo a stabilizzare i mercati finanziari semplicemente con la sua esistenza come opzione per la BCE. Fino ad ora, il programma OMT non è mai stato attivamente utilizzato, cioè la BCE non ha dovuto effettivamente procedere all'acquisto di titoli di Stato nell'ambito di questo programma, poiché l'annuncio stesso del programma ha avuto un effetto stabilizzante sui mercati. Osservazioni casuali suggeriscono che gli annunci OMT possono aver avuto un impatto significativo sul settore finanziario. Di conseguenza, i cambiamenti nei prezzi finanziari possono aver alterato il comportamento degli agenti privati, potenzialmente influenzando l'attività

²²⁷ Figura 1, fonte European Central Bank, Bloomberg. Figura 2, Fonte J.P. Morgan. Figura 3, Bloomberg, European Central Bank (2016b), World Bank.

²²⁸ Giannone, D., Lenza, M., Primiceri, G. *Priors for vector autoregressions*. Review of Economics and Statistics, forthcoming, 2012.

economica reale. Questo studio mira a quantificare l'impatto finanziario e macroeconomico degli annunci OMT su quattro paesi dell'area euro: Germania, Francia, Italia e Spagna.

Per valutare gli effetti degli annunci di OMT sui mercati dei titoli di stato in questi paesi, stimiamo per ciascuno di essi (per il periodo di campionamento gennaio 2007 - febbraio 2013) la seguente equazione:

$$\Delta y_t = c + \alpha D_t + \beta D_{news_t} + \varepsilon_t$$

L'equazione relaziona i cambiamenti giornalieri nelle variabili finanziarie di interesse Δy_t (i cambiamenti nei rendimenti dei titoli di stato a 2 anni o 10 anni) a un vettore ipotetico degli eventi D_t (cioè, variabili con il valore di uno nei “giorni degli eventi” e zero negli altri giorni). Precisamente, le ipotesi assumono il valore di uno il giorno dell'annuncio e il giorno successivo, assumendo una finestra temporale dell'evento di due giorni. Tale scelta è guidata dalla considerazione che, durante un periodo di bassa liquidità, i prezzi dei titoli possono reagire lentamente in risposta a un annuncio. Le stime degli eventi riflettono le tre principali conseguenze legate agli annunci di OMT che si sono verificate tra luglio e settembre 2012. La stima è effettuata mediante tecniche di regressione standard.²²⁹

Arricchiamo l'analisi classica degli eventi controllando anche le principali notizie derivanti dalle pubblicazioni economiche, “News_t”, che avrebbero potuto influenzare i tassi dei titoli (vedi Altavilla e Giannone, 2014, per una spiegazione più dettagliata di questo metodo). Più precisamente, l'analisi degli eventi “controllata” mira a considerare tutte le notizie macroeconomiche all'interno di ciascuna finestra temporale dell'evento che avrebbero potuto influenzare i tassi dei titoli governativi a 2 e 10 anni in quella specifica finestra temporale. A tal fine, l'analisi utilizza un flusso di dati in tempo reale che cattura le informazioni disponibili ai partecipanti al mercato in ciascun momento. Per affrontare il compito impegnativo di ricostruire l'insieme delle informazioni dei partecipanti al mercato, utilizziamo un dataset disponibile su

²²⁹ Rivolta, G. *An event study analysis of ECB unconventional monetary policy*. Mimeo, University of Milan, 2012. Giannone, D., Lenza, M., Reichlin, L. *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area*. CEPR Discussion Papers 8944, 2012. Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L. *Monetary policy in exceptional times*. Economic Policy, 2010, pp. 25, 295–339.

Bloomberg. Questo dataset fornisce, per ciascuna pubblicazione economica in qualsiasi momento, le corrispondenti aspettative di un panel di partecipanti al mercato. I valori attesi sono previsioni mediane (consenso) raccolte prima (fino a un giorno) del rilascio ufficiale dei dati tramite cui è possibile calcolare una serie temporale (standardizzata) di notizie giornaliere, come la differenza tra i dati pubblicati per la prima volta (in tempo reale) e i loro valori attesi. Questa serie temporale rappresenta una misura del contenuto informativo di tutte le pubblicazioni più rilevanti sui dati economici nel periodo analizzato. Infatti, se una certa pubblicazione è prevista perfettamente, allora non può essere considerata come “notizia” per i partecipanti al mercato e difficilmente influenzerà i prezzi degli asset.²³⁰

Al contrario, se una certa pubblicazione è prevista in modo imperfetto, contiene delle “notizie” per i partecipanti al mercato e, quindi, è probabile che influenzi i prezzi degli asset. I coefficienti α stimati restituiscono gli effetti della misura politica. È possibile utilizzare test standard per valutare se la somma dei coefficienti delle dummy degli eventi è statisticamente diversa da zero.²³¹

I risultati sono riportati nella tabella 1 per due diverse specificazioni dell'equazione: nella specificazione “classica”, le notizie alternative non sono incluse nella regressione, mentre nella specificazione “controllata” sono incluse. Gli annunci di OMT sono stati molto più efficaci nel ridurre i tassi dei titoli di stato in Italia e Spagna rispetto a Germania e Francia, i cui mercati obbligazionari non hanno reagito significativamente agli eventi di politica. La riduzione nei rendimenti dei titoli a 2 anni in Italia e Spagna è di circa 200 punti base, mentre, in entrambi i paesi, gli effetti sui tassi dei titoli a 10 anni sono minori, (circa 100 punti base) in linea con l'obiettivo della misura politica, che si concentra esplicitamente sui rendimenti dei titoli con scadenze residue fino a 3 anni. La tabella 1 rivela anche che, una volta presi in considerazione gli effetti di tutte le notizie macroeconomiche, gli effetti stimati degli annunci di OMT

²³⁰ SCHNABEL, I., BRUNNERMEIER, M., ROTHER, S., *Asset Price Bubbles and Systemic Risk*, 2020

²³¹ Szczerbowicz, U. *The ECB unconventional monetary policies: Have they lowered market borrowing costs for banks and governments?* Working Papers 2012-36, CEPR Research Center. Chen, H., Cúrdia, V., Ferrero, A. *The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes*. Economic Journal, 2012, 122(564), F289–F315. Christiano, L. J., Eichenbaum, M., Evans, C.L. *Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?* in Handbook of Macroeconomics, ed. by J. B. Taylor and M. Woodford, vol. 1 of Handbook of Macroeconomics, chap. 2, 2019, pp. 65–148, Elsevier.

non cambiano significativamente. Ciò suggerisce che gli annunci sono le notizie più rilevanti all'interno della finestra temporale dell'evento.

L'affidabilità degli studi sugli eventi si basa sull'assunzione che i cambiamenti di politica siano immediatamente incorporati nei prezzi e che i loro effetti siano persistenti. Queste assunzioni potrebbero non reggere, soprattutto in periodi di turbolenza finanziaria. Un'altra possibile limitazione dell'analisi ad alta frequenza è l'incapacità di catturare possibili effetti ritardati e inversioni a causa della focalizzazione su una finestra temporale ristretta.

Per verificare se gli annunci di acquisti di asset abbiano avuto solo un impatto temporaneo sui prezzi degli asset, aumentiamo la dimensione della finestra temporale dell'evento fino a cinque giorni consecutivi. La tabella 2 riporta i cambiamenti cumulativi nei rendimenti dei titoli di stato a 2 e 10 anni, stimati sia con l'analisi degli eventi classica che controllata. I risultati suggeriscono che l'impatto degli annunci è stato molto persistente senza segnali di possibili rimbalzi nei giorni successivi²³².

²³² Altavilla, C., Giannone, D. *Markets' beliefs about the effectiveness of non-standard monetary policy measures* Université Libre de Bruxelles, ECARES Working Papers Nos. 2014-30. Banbura, M., Giannone, D., Lenza, M. *Conditional forecasts and scenario analysis with vector autoregressive models for large cross-sections*. ECARES Working Papers Nos. 2014-15. Banbura, M., Giannone, D., Reichlin, L. *Large Bayesian vector autoregressions*. Journal of Applied Econometrics, 25(1), 2010, pp., 71-92. Litterman, R. B. *Techniques of forecasting using vector autoregressions*. Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper No.115, 1979. Joyce, M., Lasao, A., Stevens, I., Tong, M. (2011): "The financial market impact of quantitative easing". International Journal of Central Banking, 2011, pp. 7, 113-161.

Table 1: The effects of OMT announcements on sovereign bond markets (in basis points)

Country	Maturity	1st Announcement		2nd Announcement		3rd Announcement		Total
		26/07/12	27/07/12	02/08/12	03/08/12	06/09/12	07/09/12	
Classical								
DE	2 Years	0	1	-2	5	4	1	8
FR	2 Years	-7	-4	2	1	5	1	-4
IT	2 Years	-83	-24	-8	-61	-12	-12	-199 ***
ES	2 Years	-77	-43	-17	-70	0	-27	-234 ***
DE	10 Years	4	7	-8	10	8	3	23 *
FR	10 Years	-7	0	-3	3	1	-3	-9
IT	10 Years	-40	-12	33	-20	-21	-23	-82 ***
ES	10 Years	-42	-24	28	0	-40	-37	-115 ***
Controlled								
DE	2 Years	0	1	-2	5	1	2	7
FR	2 Years	-6	-5	2	1	2	1	-5
IT	2 Years	-72	-16	-7	-62	-8	-9	-175 ***
ES	2 Years	-69	-30	-17	-71	2	-23	-209 ***
DE	10 Years	6	6	-8	9	7	3	23 *
FR	10 Years	-4	-1	-3	2	4	-2	-4
IT	10 Years	-33	-10	34	-21	-17	-22	-69 ***
ES	10 Years	-37	-14	28	-1	-37	-36	-97 ***

Table 2: Asset price reactions to Outright Monetary Transaction announcements (in basis points)

Variable	Size of the Event Window									
	1-day		2-day		3-day		4-day		5-day	
	Classical	Controlled	Classical	Controlled	Classical	Controlled	Classical	Controlled	Classical	Controlled
<i>2-year gov. bond</i>										
Germany	1	-3	8	7	2	1	4	0	9	3
France	-1	-2	-4	-5	-8	-9	-8	-12	-7	-11
Italy	-103	-85	-199	-175	-190	-159	-154	-130	-190	-172
Spain	-94	-77	-234	-209	-325	-296	-286	-267	-291	-278
<i>10-year gov. bond</i>										
Germany	4	7	23	23	23	24	22	23	33	32
France	-8	2	-9	-4	-10	0	-20	-10	-19	-11
Italy	-27	-10	-82	-69	-74	-53	-80	-57	-107	-86
Spain	-53	-39	-115	-97	-158	-139	-144	-129	-145	-133

Gli annunci di OMT hanno contribuito a una riduzione statisticamente significativa degli spread sui rendimenti dei titoli di stato a lungo termine di Italia e Spagna rispetto ai loro omologhi tedeschi, permettendo un passaggio più uniforme della politica monetaria accomodante della BCE tra i paesi dell'area euro. In questo paragrafo, forniamo una valutazione della significatività economica di questi effetti sugli spread della curva dei rendimenti, valutando i probabili effetti macroeconomici delle OMT.

L'analisi degli effetti macroeconomici associati agli annunci di OMT si basa su un modello multi-statale delle interconnessioni macro-finanziarie²³³ in Francia, Germania, Italia e Spagna. Più precisamente, sono incluse per ciascun paese sei variabili (PIL reale, indice armonizzato dei prezzi al consumo [IAPC], M3²³⁴, credito al dettaglio, tassi dei titoli di stato con scadenze residue di due e dieci anni). Il modello include anche, come misura delle azioni di politica monetaria standard comuni, il tasso sul mercato monetario overnight dell'area euro (EONIA) e una misura della volatilità attesa del mercato obbligazionario dell'area euro.

Per tenere conto dell'eterogeneità tra i paesi, delle ricadute dovute agli effetti delle politiche e delle dinamiche complesse tra paesi/variabili, lasciamo illimitate tutte le possibili interazioni tra variabili/paesi adottando un modello auto-regressivo vettoriale (VAR) flessibile in logaritmi con cinque ritardi. Per la stima del VAR, affrontiamo il problema dei dati ad alta dimensione (26 variabili, 5 ritardi) e usiamo il restringimento bayesiano come suggerito in De Mol, Giannone e Reichlin (2008) e Banbura, Giannone e Reichlin (2010). Questi ultimi mostrano che se i dati sono collineari, come nel caso delle variabili macroeconomiche, le informazioni campionarie rilevanti non vengono perse quando il sovradimensionamento è controllato attraverso il restringimento tramite l'imposizione di priori sui parametri del modello da stimare. Gli iperparametri che controllano l'informatività delle distribuzioni a priori sono trattati,

²³³ Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. *The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy*. Brookings Papers on Economic Activity, 2011, pp. 2, 215–287. Kuttner, K. N. *Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market*. Journal of Monetary Economics, 2001, 47(3), 524–544.

²³⁴ L'aggregato monetario ristretto (M1) comprende le banconote e le monete in circolazione (il circolante, e le attività finanziarie che possono svolgere il ruolo di mezzo di pagamento, ossia i depositi in conto corrente (bancari e postali). Inoltre, tutte le banconote e le monete, dette moneta legale, perché per legge devono essere accettate in pagamento, e le riserve obbligatorie delle banche presso la banca centrale costituiscono la cosiddetta base monetaria, anche denominata come M0.

L'aggregato intermedio (M2) comprende M1 e altre attività a liquidità elevata e valore certo in ogni momento futuro, ma la cui conversione in M1 può essere soggetta a qualche restrizione, come la necessità di un preavviso, penalizzazioni o commissioni. Secondo la definizione della Banca Centrale Europea, esse comprendono i depositi con scadenza prestabilita fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. L'aggregato ampio (M3) comprende, oltre a M2, alcuni strumenti emessi da varie istituzioni finanziarie monetarie con un alto grado di liquidità e di certezza del prezzo: secondo la Banca Centrale Europea, ne fanno parte le quote o partecipazioni nei fondi comuni monetari, le operazioni pronti contro termine e le obbligazioni bancarie con scadenza fino a due anni. L'analisi monetaria della Banca Centrale Europea segue con particolare attenzione l'aggregato monetario M3, perché include tutti gli strumenti liquidi, stretti sostituiti tra loro, e quindi è più stabile di M1 e M2. Al contrario, negli Stati Uniti la Federal Reserve ha smesso di pubblicare l'aggregato M3 nel 2006, non ritenendolo più informativo di M2.

come suggerito in Giannone, Lenza e Primiceri (2012), come variabili casuali in modo che l'incertezza attorno alla configurazione a priori nella nostra valutazione sia anch'essa considerata.

Come passo preliminare, studiamo gli sviluppi economici innescati da un inasprimento della politica monetaria standard in diversi paesi per dimostrare che il nostro approccio può catturare le principali interrelazioni dinamiche tra variabili. Più specificamente, stimiamo la reazione di PIL, prezzi al consumo, credito, M3, la curva dei rendimenti e la volatilità aggregata del mercato obbligazionario dell'area euro a uno shock esogeno della politica monetaria. Usiamo uno schema di identificazione ricorsivo per identificare lo shock della politica monetaria (vedi Christiano, Eichenbaum ed Evans, 1999, per una discussione approfondita e interpretazione economica di questo tipo di schemi di identificazione). L'EONIA è assunto come proxy per il tasso della politica monetaria. La nostra ipotesi centrale è che ci voglia almeno un mese affinché un cambiamento nel tasso comune della politica monetaria dell'area euro si trasmetta al PIL reale e ai prezzi al consumo nei quattro paesi analizzati. Tuttavia, il credito, M3 e la curva dei rendimenti in tutti i paesi, così come la volatilità del mercato obbligazionario dell'area euro, possono essere influenzati contemporaneamente dal cambiamento nel tasso di politica. La Figura 1 mostra le dinamiche del tasso di politica in risposta a un inasprimento esogeno della politica monetaria. L'impatto iniziale, il tasso di politica aumenta di circa 16 punti base, raggiunge il picco un trimestre dopo lo shock e poi diminuisce gradualmente. La Figura 2 riporta la reazione dei tassi di interesse a lungo termine (pannelli a e b) e la misura della volatilità del mercato obbligazionario dell'area euro (pannello c) all'inasprimento della politica monetaria. Riportiamo la distribuzione delle risposte impulsive per l'area euro (calcolata, nei pannelli a e b, come la media ponderata sul PIL delle risposte dei paesi) e la mediana delle risposte individuali dei paesi. I tassi obbligazionari aumentano all'impatto e poi tendono a ritornare rapidamente ai livelli pre-inasprimento.²³⁵ Questi risultati

²³⁵ Eser, F., Schwaab, B. *Assessing Eurosystem asset purchases within the Securities Markets Programme* ECB, Working Paper, 2013 No. 1587. Draghi, M. "Strengthening financial resilience," Speech by Mario Draghi, president of the ECB, at the 2013 International Monetary Conference, Shanghai, 3 June 2013. D'Amico, S., King, T. *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply*. Journal of Financial Economics, 2013, pp. 108(2), 425-448.

implicano che un aumento dell'1% nel tasso EONIA porta, all'impatto, a un aumento di circa 40 e 30 punti base nei rendimenti obbligazionari a 2 e 10 anni, rispettivamente. I risultati sono in linea con studi precedenti sugli effetti di uno shock del tasso sui fondi federali sui rendimenti obbligazionari a lungo termine. Kuttner (2001), ad esempio, ha trovato valori simili per la risposta dei rendimenti obbligazionari a 2 e 10 anni: un aumento di 61 e 32 punti base, rispettivamente, per un aumento di 1 punto percentuale nel tasso sui fondi federali. Cochrane e Piazzesi (2002) hanno trovato una reazione maggiore al target dei fondi federali: un cambiamento inaspettato dell'1% nel target aumenta i rendimenti dei titoli di stato a 10 anni di 52 pb. È notevole che la risposta della curva dei rendimenti a un inasprimento della politica monetaria standard dell'area euro sia abbastanza omogenea tra i paesi. Pertanto, gli strumenti di politica monetaria standard potrebbero non essere in grado di affrontare il problema degli sviluppi eterogenei della curva dei rendimenti nella crisi dei titoli di stato dell'area euro. La politica monetaria standard non sembra essere in grado di influenzare significativamente neanche la volatilità del mercato obbligazionario dell'area euro.

La Figura 3 riporta le risposte delle altre variabili nel modello espresse nel tasso di crescita anno su anno: PIL (pannello a), deflatore del PIL (pannello b), Prestiti (a imprese e famiglie, pannello c) e M3 (pannello d). Ancora, l'area ombreggiata rappresenta la distribuzione delle risposte impulsive nell'area euro (calcolata come la media ponderata sul PIL delle risposte dei paesi), mentre le quattro linee rappresentano, rispettivamente, le risposte mediane nei quattro paesi. Come previsto, il PIL reale diminuisce in tutti i paesi in risposta a un inasprimento della politica monetaria della BCE. Il PIL reale raggiunge il suo minimo dopo circa due anni in tutti i paesi, con un percorso e una dimensione della reazione simili tra i paesi. I prezzi al consumo mostrano una maggiore eterogeneità tra i paesi, diminuendo in Italia, Spagna e Francia, mentre i prezzi tedeschi non sono influenzati dall'inasprimento della politica monetaria. I mercati del credito mostrano un'estensione più rilevante dell'eterogeneità tra i paesi rispetto all'attività reale e ai prezzi. Ad esempio, la Spagna mostra il calo più sostanziale del credito, mentre in Germania, Italia e Francia i prestiti inizialmente aumentano (implicando che anche i prestiti aggregati aumentano) prima di iniziare a diminuire dopo circa un anno (vedi den Haan, Sumner e Yamashiro, 2007; Giannone, Lenza e Reichlin, 2012, per un risultato simile sugli Stati Uniti e l'area euro e possibili

interpretazioni). Infine, M3, all'impatto, aumenta in media tra i paesi. Questa apparente “mancanza di effetto della liquidità” non è sorprendente ed è spiegata dal fatto che la dinamica di M3 è dominata da quella degli asset monetari a breve termine (depositi a tempo, strumenti negoziabili), i cui rendimenti sono molto sensibili al tasso di politica. Pertanto, un inasprimento rende questi asset più attraenti rispetto ad altre opzioni di investimento (vedi Giannone, Lenza e Reichlin, 2012, per una discussione approfondita su questo argomento).²³⁶

Valutiamo ora gli effetti OMT confrontando due scenari, definiti come gli scenari no-OMT e OMT. L'analisi controfattuale viene eseguita a partire dal 3° trimestre del 2012 (quando è stato annunciato l'OMT) con un orizzonte di proiezione di tre anni ed è costruita come segue. Il modello è stimato sul periodo campione 1° trimestre 1999 - 3° trimestre 2012. Lo scenario no-OMT è semplicemente dato dalla previsione incondizionata del modello VAR per i successivi tre anni. Lo scenario OMT, invece, ha delle caratteristiche specifiche. In particolare, rispetto ai percorsi degli scenari no-OMT, si presume che gli annunci di OMT riducano i tassi obbligazionari a 2 anni in Italia e Spagna per l'intero orizzonte di proiezione di 3 anni (rispettivamente del 1,75% e del 2,09%, come stimato nello studio degli eventi “controllato”). I tassi obbligazionari a 2 anni in Francia e Germania sono lasciati invariati (cioè uguali ai valori no-OMT).

Per isolare ulteriormente gli annunci di OMT come fonte dei cambiamenti nei tassi obbligazionari, facciamo due ulteriori ipotesi. Primo, le variabili macroeconomiche in tutti i paesi (attività reale e prezzi) non sono autorizzate a differire dai livelli comparabili nello scenario no-OMT, al momento dello “shock OMT” (anche se sono autorizzate a cambiare successivamente). Secondo, per escludere la possibilità che le differenze tra gli scenari OMT e no-OMT siano correlate a percorsi diversi della politica monetaria standard (caratterizzata dal percorso del tasso di interesse a breve termine), assumiamo che quest'ultimo sia lo stesso in entrambi gli scenari. La nostra misura degli effetti associati agli annunci OMT è data dalla differenza tra i percorsi

²³⁶ Giannone, D., Lenza, M., Primiceri, G. *Priors for vector autoregressions*. Review of Economics and Statistics, forthcoming, 2012. Giannone, D., Lenza, M., Reichlin, L. *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area*. CEPR Discussion Papers, 2012 8944. Lenza, M., Pill, H., Reichlin, L. *Monetary policy in exceptional times*. Economic Policy, 2010, pp. 25, 295–339.

degli scenari OMT e no-OMT per le variabili. Dato che i risultati sono calcolati in termini di deviazioni negli scenari OMT rispetto agli scenari no-OMT in un modello VAR lineare, questa valutazione è indipendente dal percorso assunto per lo scenario no-OMT.

La Tabella 3 riporta, per coppie paese (colonna 1) e variabile (colonna 2), sia (i) i risultati mediani (colonna 3) sia (ii) la probabilità (colonna 4) che gli effetti siano positivi, entrambi valutati tre anni dopo l'annuncio. L'esito generale dell'analisi è che gli annunci di OMT sono molto probabilmente associati a effetti positivi e piuttosto rilevanti sull'attività reale, sui prestiti e sui prezzi al consumo in Italia e Spagna. Gli effetti su PIL e prezzi sono ampiamente in linea con quelli stimati per le politiche di allentamento quantitativo negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Le prove riportate nella Tabella indicano spillover moderati (positivi) sull'attività reale in Francia e ancora più piccoli spillover in Germania.

La Figura 4 fornisce ulteriori prove in merito agli effetti degli annunci di OMT sulla volatilità del mercato obbligazionario. Gli annunci di OMT si dimostrano, infatti, capaci di ridurre la volatilità attesa del mercato obbligazionario (una misura dell'incertezza nel mercato obbligazionario dell'area euro) di circa 1,5 punti percentuali. Data la definizione dell'indice di volatilità quest'ultimo risultato implica una riduzione di 35 punti base nella deviazione standard dei tassi obbligazionari euro area attesi per il mese successivo. Questo risultato è in contrasto con la risposta insignificante della volatilità del mercato obbligazionario trovata per gli effetti della politica monetaria standard. Gli annunci secondo cui il Sistema Europeo di Banche Centrali potrebbe impegnarsi (alle condizioni specifiche) in transazioni monetarie definitive hanno avuto un impatto significativo sui mercati finanziari in un periodo in cui la trasmissione della politica monetaria era particolarmente compromessa a causa dell'alto rischio di rinegoziazione percepito dai partecipanti al mercato. Abbiamo scoperto che tali annunci hanno portato a una diminuzione di circa 200 punti base nei tassi dei titoli di stato a 2 anni in Italia e Spagna, ma hanno lasciato i rendimenti dei titoli tedeschi e francesi con scadenze comparabili ampiamente invariati.

Valutando gli effetti sui mercati finanziari sull'economia reale attraverso la lente di un modello VAR multipaese per i più grandi paesi dell'area euro, abbiamo scoperto che gli annunci hanno effetti statisticamente significativi ed economicamente rilevanti sul

credito e sulla crescita economica in generale in Italia e Spagna, con spillover relativamente limitati in Francia e Germania.

Negli ultimi mesi del triennio di riferimento, il calo dei tassi di interesse sui titoli di stato, il miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari e una diminuzione della dipendenza del sistema bancario dell'area euro dal rifinanziamento del Sistema Europeo di Banche Centrali hanno segnalato un ritorno graduale alla normalità nei mercati finanziari dell'area euro. I nostri risultati attribuiscono una parte di questi miglioramenti all'annuncio del programma OMT²³⁷.

²³⁷ Kapetanios, G., Mumtaz, H., Stevens, I., Theodoridis, K. *Assessing the economy-wide effects of quantitative easing*. *Economic Journal*, 2012, 122(564), F316–F347.

Figure 1: Response of the euro area policy rate to monetary policy shock

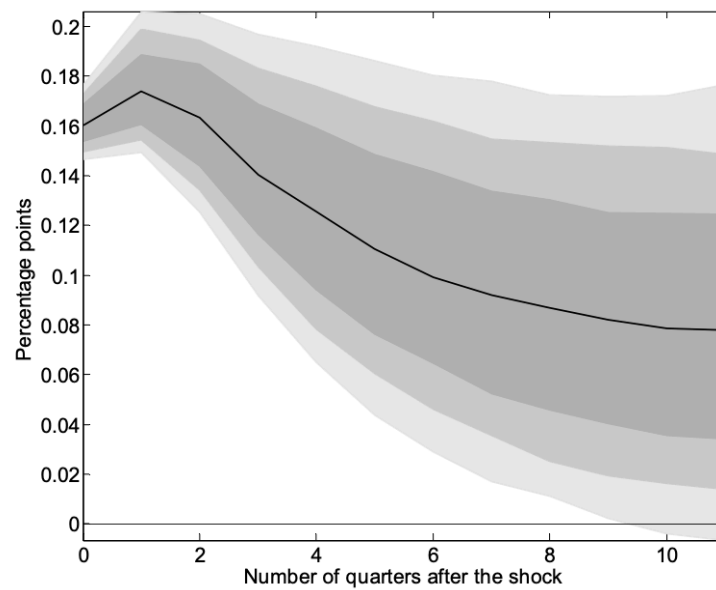


Figure 2: Response of the yield curve and bond market volatility to monetary policy shock

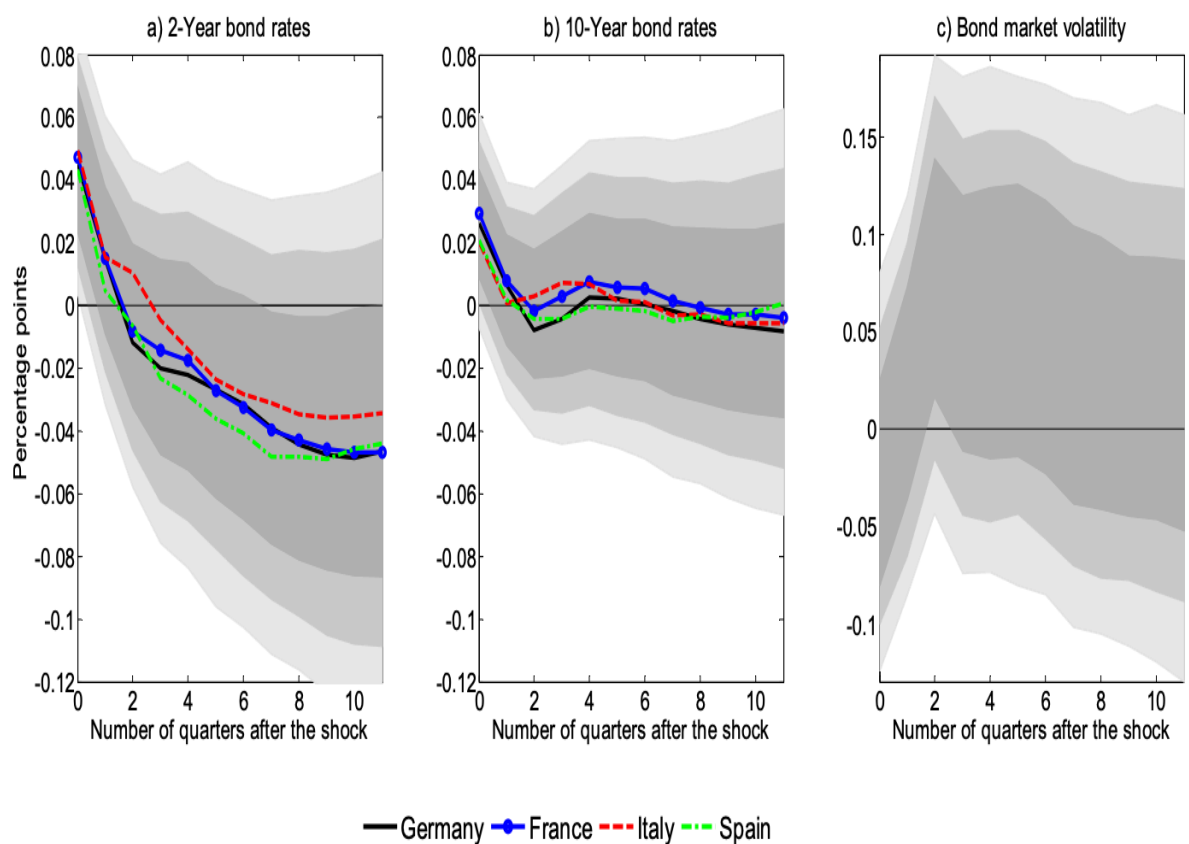


Figure 3: Response of macroeconomic variables to monetary policy shock

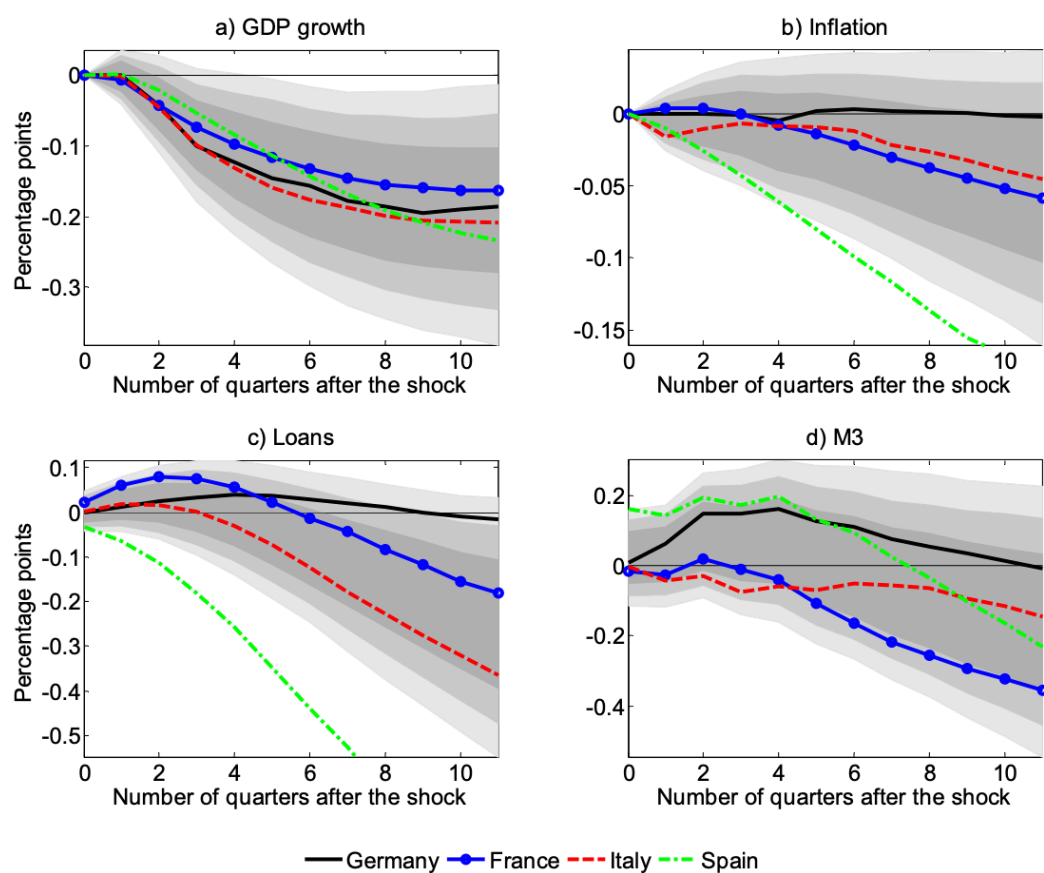


Figure 4: The effects of OMT announcements on bond market volatility

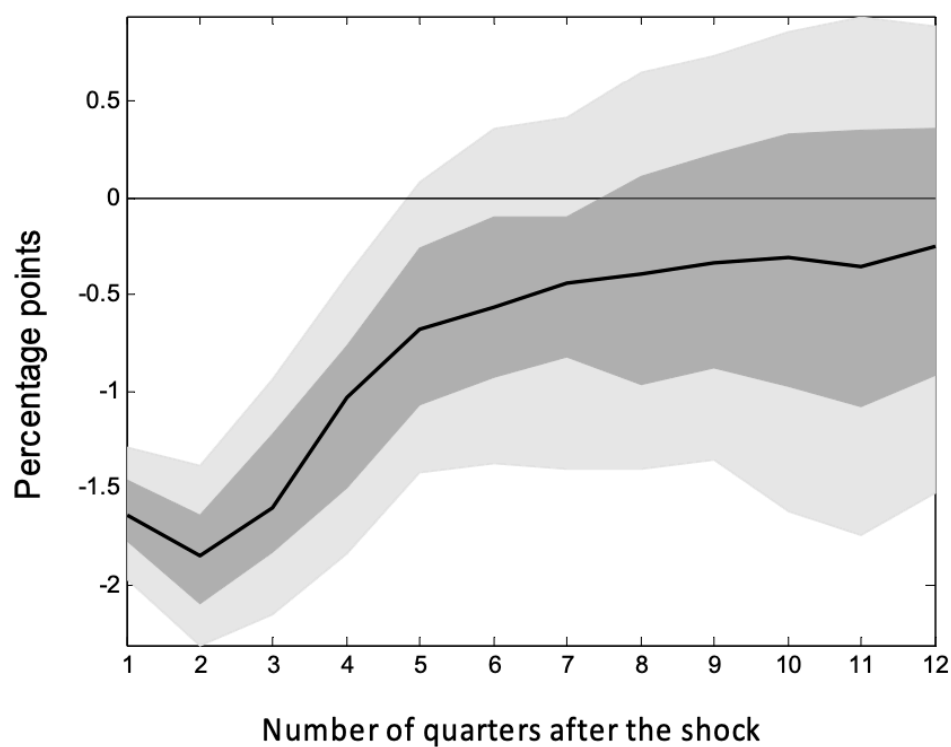


Table 4: The macroeconomic effects associated with OMT announcements

	Variables	Effect	Probability of Positive Effect
Germany	GDP	0.34	0.60
	Price	0.28	0.67
	Loans	1.08	0.90
France	GDP	0.46	0.64
	Price	0.28	0.68
	Loans	1.38	0.22
Italy	GDP	1.50	0.81
	Price	1.21	0.86
	Loans	3.58	0.82
Spain	GDP	2.01	0.80
	Price	0.74	0.65
	Loans	2.31	0.75

238

2.g Il Quantitative Easing (QE)

Il Quantitative Easing (QE) nella sua forma più basilare consiste nell'acquisto di titoli di Stato da parte della banca centrale in cambio di riserve bancarie, con l'intenzione di trattenere questi titoli per un lungo periodo. In un'era in cui viene pagato un interesse sulle riserve, questo equivale allo scambio di una passività a interesse dello stato con un'altra. Nei modelli teorici, dove i mercati sono privi di attriti e completi, con agenti perfettamente razionali e infinitamente viventi, senza possibilità di arbitraggio, una transazione del genere non dovrebbe avere effetti temporanei o permanenti su variabili

²³⁸ Fonte immagini: ECB Working Paper 1707, August 2014

macroeconomiche quali tassi di interesse a breve e lungo termine, produzione e inflazione.²³⁹

Tuttavia, esistono evidenze concrete che i programmi di QE abbiano influenzato i prezzi e i rendimenti dei titoli, sebbene l'entità e la durata di tali effetti siano ancora oggetto di dibattito. La letteratura si è concentrata su due deviazioni dal modello teorico per spiegare questi effetti. Una teoria sostiene che il denaro della banca centrale e i titoli di Stato non siano sostituti perfetti, forse a causa di mercati segmentati dovuti a preferenze specifiche degli investitori o alla loro avversione al rischio di tasso di interesse associato ai titoli a lungo termine. Se i titoli di Stato a lungo termine e le riserve della banca centrale non sono perfetti sostituti, una riduzione nel volume dei titoli a lungo termine in mani private può aumentare il prezzo e abbassare il rendimento rispetto ai tassi a breve termine. L'alternativa è che il QE sia un mezzo con cui le banche centrali possono dare credibilità agli impegni di forward guidance per deviare dal comportamento della politica monetaria stabilita, come una regola di Taylor, rinforzando il segnale che il tasso a breve termine rimarrà basso per più tempo di quanto suggerirebbe una politica conforme alle aspettative.

Uno studio di Penalver et al. (2017), attraverso una serie di esperimenti, ha dimostrato che il QE potrebbe aumentare i prezzi dei titoli anche in assenza di questi canali. Negli esperimenti, è stato osservato che i prezzi medi dei titoli erano significativamente superiori al loro valore fondamentale previsto dalle aspettative razionali, indicando che il QE potrebbe influenzare i prezzi dei titoli semplicemente perché gli operatori di mercato credono che sarà così. Questo solleva una domanda naturale: si tratta solo di un effetto *tantum*? La ricerca ha mostrato che, se l'esperimento viene ripetuto più volte, i soggetti tendono ad apprendere, e quindi scambiare l'asset al suo valore fondamentale. L'analisi ha importanti implicazioni politiche: se le credenze auto-realizzantesi sono in parte responsabili dell'effetto del QE sui prezzi dei titoli ma gli operatori imparano che i prezzi non dovrebbero muoversi, allora il QE avrà un'efficacia decrescente, potendo diventare alla fine completamente inefficace.²⁴⁰

²³⁹ Hanaki, N., Akiyama, E., Ishikawa, R. (2018a): “*Behavioral uncertainty and the dynamics of traders' confidence in their price forecasts*,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, forthcoming.

²⁴⁰ Haruvy, E., Lahav, Y., Noussair, C.N. *Traders' Expectations in Asset Markets: Experimental Evidence*. *American Economic Review*, 2007, 97, 1901–1920. Haruvy, E., Noussair, C.N., Powell,

Prendiamo come riferimento un mercato sperimentale di obbligazioni molto simile a quello di Bostian e Holt (2009). Il mercato è composto da N trader, messi nella situazione di grandi banche commerciali che possiedono un portafoglio di obbligazioni prive di rischio e riserve della banca centrale (denominate “denaro contante” da qui in avanti). All'inizio dell'esperimento, ogni trader riceve una dotazione di 8 obbligazioni e 800 ECU in denaro contante. Ogni round dell'esperimento dura per $T = 11$ periodi. Ogni obbligazione paga un dividendo di 6 ECU per periodo e matura alla fine del periodo 11 per 120 ECU. Il denaro contante riceve un interesse del 5% per periodo. In questo contesto, il valore fondamentale (FV_t) di un'unità di obbligazione all'inizio del periodo t è di 120 ECU per tutti $t = 1, \dots, T$.

Alla fine di ogni periodo, i partecipanti hanno l'opportunità (ma non l'obbligo) di scambiare obbligazioni e denaro contante tra loro in un mercato ad asta come in van Boening et al. (1993), Haruvy et al. (2007), e Akiyama et al. (2014, 2017). In un mercato ad asta, i trader presentano ordini specificando una coppia prezzo-quantità. Per esempio, nel periodo t , se il trader “A” desidera presentare un ordine di acquisto, deve specificare il prezzo massimo che è disposto a pagare per un'unità di obbligazione (offerta, oAt) e quante unità di obbligazione desidera acquistare (dAt). Se A desidera presentare un ordine di vendita nel periodo t , deve specificare il prezzo minimo a cui è disposto a vendere un'unità di obbligazione (richiesta, rAt) e quante unità di obbligazione desidera vendere (vAt). In ogni periodo, ogni trader può presentare sia un ordine di acquisto che un ordine di vendita, solo uno di essi o nessuno. Non sono ammessi né la vendita allo scoperto né il prestito di denaro contante. Pertanto, nel caso in cui i presenta un ordine di vendita nel periodo t , deve avere vAt unità di obbligazione nel suo portafoglio. Analogamente, se i presenta un ordine di acquisto nel periodo t , il suo possesso di denaro contante deve essere non inferiore a $oAt dAt$. Infine, nel caso in cui i presenta sia ordini di acquisto che di vendita, richiediamo che $oAt \leq rAt$.

O., *The impact of asset repurchases and issues in an experimental market*. Review of Finance, 2014, 18, 681–713; *It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market* Economic Journal, 127, F563–F580.

Una volta che tutti i trader nel mercato hanno presentato i loro ordini, gli ordini vengono aggregati e viene calcolato un prezzo di equilibrio di mercato. Quando ci sono più prezzi di equilibrio di mercato, scegliamo il minimo tra essi.²⁴¹

Abbiamo impiegato la struttura di mercato ad asta, invece di un'asta doppia continua, per facilitare il compito di previsione svolto dai partecipanti. Nel mercato ad asta, infatti, poiché c'è solo un prezzo di equilibrio di mercato per periodo, i prezzi che i partecipanti devono prevedere sono definiti chiaramente. È importante notare che i risultati sperimentali esistenti mostrano che i mercati ad asta e le aste doppie continue generano dinamiche di prezzo simili, sebbene i volumi di scambio possano essere diversi. Abbiamo sollecitato le aspettative dei trader riguardo ai prezzi futuri per comprendere meglio come il QE, nella forma considerata nel nostro esperimento, influenzi le aspettative e il comportamento dei partecipanti al mercato. Le aspettative giocano un ruolo centrale nella macroeconomia e nella finanza moderna, e diverse politiche, sia monetarie che fiscali, sono sempre più considerate influenti sulle aspettative dei partecipanti al mercato. Nonostante ciò, esiste ancora ampio spazio per la ricerca sulla dinamica della formazione delle aspettative. Per comprendere meglio il legame tra le aspettative dei prezzi e i prezzi di mercato e come e perché le aspettative dei prezzi si evolvono nel tempo, all'inizio di ogni periodo dell'esperimento, prima che i trader inviino i loro ordini, chiediamo ai soggetti di fornire le loro previsioni sul prezzo delle obbligazioni nel periodo corrente e in tutti i periodi rimanenti.

In questo esperimento, abbiamo considerato tre modelli: (T1) Benchmark, (T2) Buy&Hold e (T3) Buy&Sell. Il modello Benchmark non prevede interventi politici ed è condotto secondo le impostazioni di base descritte. Nei modelli Buy&Hold e Buy&Sell, c'è un intervento politico preannunciato in cui la banca centrale cercherà di acquistare un totale di 1/3 delle obbligazioni in circolazione dai partecipanti al mercato attraverso un'asta discriminatoria prima dell'inizio del periodo 4 e 5 (definita operazione di acquisto). Nel modello Buy&Sell, c'è un ulteriore intervento politico

²⁴¹ Carle, T. A., Lahav, Y., Neugebauer, T., Noussair, C.N. (2017): “*Heterogeneity of beliefs and trade in experimental asset markets*,” Journal of Financial and Quantitative Analysis, forthcoming. Deck, C., Porter, D., Smith, V., *Double Bubbles in Assets Markets with Multiple Generations*. Journal of Behavioral Finance, 2014, pp. 15, 79–88. Fischbacher, U. *z-Tree: Zurich toolbox for ready-made economic experiments*, Experimental Economics, 2007, pp. 10, 171–178. Hanaki, N., Akiyama, E., Ishikawa, R., (2018a). *Behavioral uncertainty and the dynamics of traders' confidence in their price forecasts*. Journal of Economic Dynamics and Control, forthcoming.

preannunciato in cui la banca centrale cercherà di rivendere le obbligazioni acquistate durante l'operazione di acquisto ai partecipanti al mercato attraverso un'asta discriminatoria prima dell'inizio del periodo 8 e 9 (definita operazione di vendita).²⁴² Durante le operazioni di acquisto nei trattamenti T2 e T3, la banca centrale mira ad acquistare 1/3 del totale delle obbligazioni in circolazione. Nel modello Buy&Hold, una volta completata l'operazione di acquisto, la banca centrale trattiene le obbligazioni acquistate fino alla fine del periodo T, rimuovendole permanentemente dal mercato. Nel modello Buy&Sell, la banca centrale rivenderà le obbligazioni acquistate ai partecipanti al mercato durante l'operazione di vendita prima del periodo 8 e 9.

L'obiettivo principale è capire come questi interventi politici preannunciati influenzino le previsioni dei prezzi da parte dei soggetti. In tutti e tre i modelli, lo stesso gruppo di soggetti ripete lo stesso gioco di mercato obbligazionario di 11 periodi per tre volte, definendo ogni ripetizione del gioco un round. Siamo interessati a come i soggetti apprendano e adattino le loro previsioni e il comportamento di trading in base alla loro esperienza nel giocare lo stesso gioco. Alla fine dell'ultimo round del gioco, uno dei tre round viene scelto casualmente per il pagamento. I soggetti vengono pagati in base al loro saldo in contanti finale e al bonus per la loro performance di previsione di questo round scelto, oltre a una tariffa di partecipazione.²⁴³

L'esperimento è stato condotto con due dimensioni di mercato: $N = 6$ e $N = 12$, per testare se i risultati di Penalver et al. (2017), basati su $N = 6$, fossero robusti al grado di concorrenza in ogni mercato. Gli esperimenti computerizzati sono stati condotti presso l'Università di Waseda e l'Università di Tsukuba tra gennaio e luglio 2017,

²⁴² Krishnamurthy, A., Vissing-Jorgensen, A. *The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*. Brookings Papers on Economic Activity, 2011, pp. 43, 215–287. Mertens, K. R. S. M., Ravn M.O. *Fiscal policy in an expectations-driven liquidity trap*. Review of Economic Studies, 81, 2014, pp. 1637–1667. Nuzzo, S., Morone, A. *Asset markets in the lab: A literature review*. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 13, 42–50. Akiyama, E., Hanaki, N., Ishikawa, R. *How do experienced traders respond to inflows of inexperienced traders? An experimental analysis*. Journal of Economic Dynamics and Control, 2014, 45, 1–18.

²⁴³ Van Boening, M. V., Williams, A.W., LaMaster, S. *Price bubbles and crashes in experimental call markets*. Economics Letters, 1993 pp., 41, 179–185. Vayanos, D., Vila, J.L. (2009). *A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates*. NBER Working Papers 15487, National Bureau of Economic Research, Inc. Sargent, T. J., Smith B.D. *Irrelevance of Open Market Operations in Some Economies with Government Currency Being Dominated in Rate of Return*. American Economic Review, 1987, 77, 78–92. Nuzzo, S., Morone, A., *Asset markets in the lab: A literature review*. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 2017, pp. 13, 42–50.

reclutando 438 studenti di varie discipline che non avevano mai partecipato a esperimenti simili.

All'inizio dell'esperimento, i partecipanti di ogni trattamento forniscono una previsione iniziale per il prezzo di mercato attraverso gli 11 periodi del primo round. Si osserva una tendenza generale all'aumento delle previsioni, più marcata per la media che per la mediana. Interessante notare che la previsione mediana per l'ultimo periodo, quando le obbligazioni maturano al loro Valore Fondamentale (VF), è esattamente uguale al VF per i tre trattamenti. Le medie sono tutte superiori alla mediana, suggerendo una distribuzione iniziale asimmetrica verso l'alto, soprattutto nei trattamenti QE. Non si riscontra una differenza significativa tra i trattamenti nelle previsioni iniziali.

Per verificare ulteriormente se l'annuncio della politica non abbia influenzato le previsioni iniziali dei soggetti, si misura la deviazione delle previsioni dei prezzi dal VF utilizzando due misure: le deviazioni assolute relative delle previsioni (RAFD) e la deviazione relativa delle previsioni (RFD). L'assenza di effetti significativi dei trattamenti su RAFD1 e RFD1 conferma che l'annuncio di un ampio intervento non influisce sulle aspettative iniziali dei soggetti.

I risultati principali dell'esperimento mostrano che non vi è un impatto significativo dell'annuncio delle diverse politiche sulle previsioni iniziali. Ciò contraddice i risultati di Penalver et al. (2017). Tuttavia, si osserva che l'operazione di acquisto su larga scala (quantitative easing) aumenta significativamente il prezzo delle obbligazioni. Inoltre, nei mercati con soggetti esperti (secondo e terzo round), tale operazione innalza il prezzo delle obbligazioni anche prima del suo effettivo svolgimento. L'operazione di vendita che segue l'operazione di acquisto riduce significativamente il prezzo delle obbligazioni solo immediatamente dopo il suo completamento, senza influenzarne i prezzi prima dell'operazione.²⁴⁴

La Tabella 1 riporta i prezzi medi per unità di obbligazione con cui la banca centrale ha effettuato le operazioni di acquisto (pannello superiore) e vendita (pannello medio)

²⁴⁴ Chen, H., Curdia, V., Ferrero, A. (2012). *The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes*. Economic Journal, November:289–315. Chodorow-Reich, G., Karabarbounis, L. *The cyclical cost of the opportunity cost of unemployment*. Journal of Political Economy, 124(6):1563–1618. Auclert, A. (2016). Monetary policy and the redistribution channel. Working Paper. Woodford, M. (2012). *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound*. In The Changing Policy Landscape, Jackson Hole Conference. Federal Reserve Bank of Kansas City.

durante le sue operazioni. Viene inoltre riportata la differenza tra i prezzi medi di transazione tra le due operazioni (pannello inferiore). Si osserva che, in media, la banca centrale ha pagato un prezzo sostanzialmente superiore al valore fondamentale (FV) durante le sue operazioni di acquisto. Nel trattamento Buy&Sell, nonostante la banca centrale abbia venduto a prezzi significativamente superiori al FV durante le sue operazioni di vendita (eccetto nel Round 3), in media, non è stato tanto alto quanto i prezzi pagati per unità di obbligazione durante l'operazione di acquisto (eccetto nel Round 1). Di conseguenza, una quantità sostanziale di contanti (in media, il 20% del FV per unità di obbligazione) è stata trasferita dalla banca centrale ai partecipanti al mercato attraverso queste due operazioni.

Studi precedenti hanno riscontrato che i prezzi possono aumentare quando il rapporto tra contanti e asset aumenta, il che potrebbe far pensare che i partecipanti ritengano di dover “mettere al lavoro il contante inattivo”. Le due operazioni di acquisto QE nei nostri esperimenti rappresentano uno scambio di obbligazioni con contanti e aumentano sostanzialmente questo rapporto. Tuttavia, le analisi di regressione condotte non mostrano una relazione significativa positiva tra i prezzi pagati dalla banca centrale e l'aumento dei prezzi di mercato successivo alle operazioni di acquisto, suggerendo che il rapporto contanti/asset non sia un motore principale dell'aumento dei prezzi dopo l'operazione di acquisto.

L'osservazione principale è che la banca centrale paga significativamente più del prezzo fondamentale per le obbligazioni che acquista. I prezzi di mercato precedenti più elevati portano a pagamenti maggiori da parte della banca centrale. Quando la banca centrale successivamente vende le obbligazioni, subisce una perdita sostanziale rispetto a quanto pagato. Ciò indica che l'effetto del quantitative easing sulle obbligazioni non si limita semplicemente all'aumento del rapporto contanti/asset, ma coinvolge anche aspetti legati alle aspettative e al comportamento dei partecipanti al mercato.²⁴⁵

²⁴⁵ Luetticke, R. *Transmission of monetary policy with heterogeneity in household portfolios*. Working Paper, 2015. McKay, A., Nakamura, E., Steinsson, J. *The power of forward guidance revisited*. American Economic Review, 2016, 106(10), pp. 3133–3158. McKay, A., Reis, R. *The role of automatic stabilizers in the u.s. business cycle*. Econometrica, 2016, pp. 84(1):141–194. Ravn, M. O., Sterk, V. (2016). *Macroeconomic fluctuations with hank and sam: an analytical approach*. Working Paper. Fieldhouse, A. J., Mertens, K., Ravn, M. O. (2018). *The macroeconomic effects of government asset*

Queste scoperte suggeriscono che le aspettative e le previsioni dei partecipanti al mercato sono influenzate dalle operazioni di politica monetaria, e che queste aspettative possono a loro volta influenzare i prezzi di mercato. Tuttavia, la relazione tra le previsioni a breve termine e i prezzi realizzati non è completamente chiara, e vi è spazio per ulteriori ricerche su come e perché le aspettative di prezzo evolvono nel tempo e come influenzano i prezzi di mercato.

Table 1: Summary of Central Bank Operation

Average transaction price in buy operation : $\overline{p_{bo}}$				
	Mean	SD	Min	Max
T2. Round 1	149.61 ^a	18.93	122.06	191.75
T2. Round 2	162.80 ^a	34.01	125.00	263.13
T2. Round 3	151.53 ^a	21.24	119.94	186.41
T3. Round 1	148.62 ^a	20.37	121.09	180.50
T3. Round 2	154.91 ^a	17.19	124.69	179.75
T3. Round 3	145.66 ^a	16.83	122.19	174.00

Average transaction price in sell operation : $\overline{p_{so}}$				
	Mean	SD	Min	Max
T3. Round 1	140.19 ^a	24.58	116.81	212.81
T3. Round 2	126.96 ^a	5.53	115.75	137.38
T3. Round 3	119.73	11.02	82.69	130.78

Difference between sell and buy operation: $\overline{p_{bo}} - \overline{p_{so}}$				
	Mean	SD	Min	Max
T3. Round 1	8.43	31.67	-78.94	59.69
T3. Round 2	27.94 ^b	14.06	0.00	48.38
T3. Round 3	25.94 ^b	20.38	3.72	77.25

^a statistically significantly different from 120 at 1% level.
(t-test, 2 tailed)

^b statistically significantly different from 0 at 1% level.
(t-test, 2 tailed)

246

purchases: Evidence from postwar us housing credit policy. Quarterly Journal of Economics. forthcoming. Gertler, M. Karadi, P. (2012). Qe 1 vs. 2 vs. 3... a framework for analyzing large scale asset purchases as a monetary policy tool. International Journal of Central Banking, 9(S1):5–53. Working Paper. Bhattarai, S., Neely, C. *A survey of the empirical literature on u.s. unconventional monetary policy.* Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 021-A, 2016; Bilbiie, F. O., Ragot, X. *Optimal monetary policy and liquidity with heterogeneous households.* Working Paper, 2016. Caballero, R. J., Farhi, E. The safety trap. Review of Economic Studies, 85(1), 2017, pp. 223–274.

²⁴⁶ Fonte: Banca Centrale Europea;

Ora valutiamo l'efficacia del QE, confrontandola con la politica convenzionale. Si confrontano le due politiche secondo tre dimensioni: la loro capacità di ancorare le aspettative, il successo nello stabilizzare l'output e l'inflazione e la loro abilità nel mitigare i costi di benessere dei cicli economici.

Un obiettivo riconosciuto della politica monetaria è ancorare le aspettative. Quando queste non sono ben ancorate, possono sorgere inflazione o deflazione elevate solo a causa di cambiamenti nelle credenze sul futuro. Il “principio di Taylor” riguarda proprio questo problema, suggerendo che la banca centrale dovrebbe fare in modo che il tasso di interesse nominale risponda in modo sufficientemente aggressivo alle variazioni di inflazione e/o output.²⁴⁷

Con il tasso dei Fondi Federali vicino allo zero dal 2008 al 2016, c'era il rischio che le aspettative si disancorassero, limitando la capacità della politica dei tassi di interesse di rispondere a output e inflazione. Tuttavia, questo potrebbe non accadere se la politica non convenzionale successiva è in grado di sostituire efficacemente la politica convenzionale e quindi di ri-ancorare le aspettative.

Utilizzando un modello, indaghiamo sulla capacità del QE e della politica convenzionale di evitare fluttuazioni guidate dalle aspettative. In termini più tecnici, indaghiamo se l'equilibrio è localmente determinato intorno allo stato stazionario sotto ciascuna delle due regole di politica. Consideriamo una gamma di valori per i coefficienti di stabilizzazione della regola del tasso di interesse e della regola del QE. I risultati mostrano che l'equilibrio è localmente determinato sotto un'ampia gamma di parametri QE realisticamente raggiungibili. Ad esempio, si ottiene la determinatezza sotto una politica di Targeting delle Riserve Reali (RRT) che imposta i coefficienti di risposta del QE a zero, creando un ancoraggio reale alle aspettative delle famiglie e delle imprese.

Confrontiamo ora il QE e la politica convenzionale nella loro capacità di minimizzare le fluttuazioni aggregate di output e inflazione. Introduciamo una funzione di perdita che è una media ponderata della varianza incondizionata di output e inflazione.

²⁴⁷ Del Negro, M., Eggertsson, G., Ferrero, A., Kiyotaki, *The great escape? a quantitative evaluation of the fed's liquidity facilities*. American Economic Review, 107(3), 2017, pp. 824–857. Del Negro, M., Giannoni, M., Patterson, C. (2012). *The forward guidance puzzle*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 574. Auclert, A., Rognlie, M., Straub, L. (2018). *The intertemporal new keynesian cross*. Working Paper.

L'obiettivo è confrontare la capacità del QE e della politica convenzionale di minimizzare questa perdita, valutando entrambe le regole ai valori ottimali dei coefficienti della regola di politica.

I risultati mostrano che, sotto una vasta gamma di configurazioni, la regola di politica QE è sostanzialmente più efficace nello stabilizzare i cicli economici rispetto alla regola del tasso di interesse. Ciò è particolarmente vero per valori intermedi di ω , cioè quando l'obiettivo è stabilizzare sia l'output che l'inflazione.

Infine, consideriamo le implicazioni di benessere più ampie. Nei modelli NK con agenti rappresentativi, il benessere è tipicamente ben approssimato da una combinazione ponderata solo della volatilità di output e inflazione. Tuttavia, in economie eterogenee come quella considerata qui, non esiste una mappatura diretta dalla volatilità di output e inflazione al benessere. Con mercati incompleti e rischio idiosincratico, il benessere dipende anche da fattori riguardanti l'assicurazione al consumo e la disuguaglianza.

Per indagare questi problemi, introduciamo un obiettivo di benessere utilitaristico, preso da una prospettiva senza tempo. Ripetiamo l'esercizio della sottosezione precedente, questa volta cercando i parametri della politica che ottimizzano questo obiettivo (W invece di L), e poi valutiamo il benessere sotto i coefficienti ottimali della politica.

I risultati indicano che il benessere sotto la politica QE ottimale e RRT è generalmente inferiore rispetto al benessere sotto la regola ottimale del tasso di interesse, con l'unica eccezione dello shock di spesa governativa. Per

Nella valutazione dell'efficacia del Quantitative Easing (QE) rispetto alla politica convenzionale, ci si concentra su tre dimensioni principali: la capacità di ancorare le aspettative, il successo nello stabilizzare l'output e l'inflazione e la capacità di mitigare i costi di benessere dei cicli economici.²⁴⁸

²⁴⁸ Hagedorn, M., Luo, J., Mitmann, K., Manovskii, I. (2017). *Forward guidance*. Working Paper. Harrison, R. *Optimal quantitative easing*. Bank of England working paper 678, 2017; Gornemann, N., Kuester, K., Nakajima, M. (2016). *Doves for the rich, hawks for the poor? distributional consequences of monetary policy*. Working Paper 12-21, Federal Reserve Bank of Philadelphia. Bhandari, A., Evans, D., Golosov, M., Sargent, T. (2017). *Inequality, business cycles and monetary-fiscal policy*. Working Paper. Bhattarai, S. Neely, C. (2016). *A survey of the empirical literature on u.s. unconventional monetary policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 021-A.

L'ancoraggio delle aspettative è cruciale in quanto, senza di esso, possono sorgere inflazione o deflazione elevate semplicemente a causa di cambiamenti nelle credenze sul futuro. La politica dei tassi di interesse, in conformità al principio di Taylor, ha lo scopo di rispondere in modo aggressivo alle variazioni di inflazione e/o output per mantenere ancorate le aspettative. Tuttavia, con i tassi di interesse vicini allo zero, come è stato dal 2008 al 2016, la capacità di influenzare output e inflazione attraverso i tassi di interesse è limitata, rischiando il disancoramento delle aspettative.

Il QE, come politica non convenzionale, può potenzialmente sostituire la politica convenzionale nell'ancorare le aspettative. Un aspetto chiave della valutazione del QE è la sua capacità di evitare fluttuazioni guidate dalle aspettative. L'equilibrio dell'economia sotto diverse configurazioni di politica QE viene esaminato per determinare se le aspettative rimangono ancorate e le fluttuazioni guidate dalle credenze vengono evitate.²⁴⁹

In termini di stabilizzazione di output e inflazione, il QE viene confrontato con la politica convenzionale per valutare quale sia più efficace nel minimizzare le fluttuazioni. Si utilizza una funzione di perdita che combina la varianza incondizionata di output e inflazione, dando peso relativo all'importanza di stabilizzare l'output rispetto all'inflazione.

Infine, vengono considerate le implicazioni di benessere più ampie delle politiche. Nei modelli con agenti rappresentativi, il benessere è spesso legato alla volatilità di output e inflazione. Tuttavia, in economie eterogenee, il benessere dipende anche da assicurazione al consumo e disuguaglianza. Pertanto, le politiche che sono efficaci nello stabilizzare output e inflazione potrebbero non essere desiderabili da una prospettiva di benessere più ampia, e la politica ottimale potrebbe sacrificare la stabilità di output e inflazione per evitare effetti collaterali indesiderati sulla disuguaglianza.

²⁴⁹ Woodford, M. *Fiscal requirements for price stability*. Journal of Money, Credit and Banking, 33, 2001, pp. 669–728. Ravn, M. O., Sterk, V. *Macroeconomic fluctuations with hank and sam: an analytical approach*, 2016. Working Paper. Reiter, M. *Solving heterogeneous-agent models by projection and perturbation*. Journal of Economic Dynamics and Control, 33(33), 2009, pp. 649–665. Krusell, P., Smith, A. *Income and wealth heterogeneity in the macroeconomy*. Journal of Political Economy, 106(51), 1998, pp. 867–896;

Queste considerazioni suggeriscono che il QE può essere un sostituto efficace della politica convenzionale per ancorare le aspettative e stabilizzare output e inflazione. Tuttavia, le implicazioni di benessere delle politiche monetarie, specialmente in contesti di agenti eterogenei, richiedono un'analisi più dettagliata che tenga conto non solo della stabilizzazione macroeconomica ma anche degli effetti sulla disuguaglianza e sull'assicurazione al consumo.²⁵⁰

Per approfondimenti sull'argomento e per studi correlati, si consiglia di consultare i lavori di Clarida et al. (2000) sull'efficacia della politica dei tassi di interesse, e di Bhandari et al. (2017) sull'importanza dell'assicurazione al consumo e della disuguaglianza nelle implicazioni di benessere delle politiche monetarie.

2.h Il programma di acquisto APP

Seguendo le iniziative prese da altre banche centrali (Federal Reserve e Banca del Giappone), la BCE ha iniziato ad acquistare sistematicamente attivi nel settembre 2014 (attraverso il programma di acquisto di titoli garantiti da attivi [ABSPP] e il terzo programma di acquisto di obbligazioni garantite [CBPP3]), e poi obbligazioni governative (attraverso il programma di acquisto del settore pubblico [PSPP]) nel marzo 2015. Nel gennaio 2015, la BCE ha annunciato un acquisto mensile di 60 miliardi di euro a partire da marzo 2015 per almeno 19 mesi.

Tuttavia, sin dall'inizio del programma di acquisto, la BCE ha considerato potenziali estensioni nel caso in cui il tasso di inflazione non si avvicinasse al 2%; in altre parole, l'APP era a termine aperto. Ciò equivale a dire che l'importo complessivo dell'APP era almeno pari a 1140 miliardi di EUR. Una grande parte (88%) di questo importo è stata dedicata al PSPP. Una piccola percentuale (20%) degli acquisti nell'ambito del PSPP si basava su un principio di condivisione, mentre il restante 80% è stato effettuato dalle banche centrali nazionali (NCB) del sistema euro senza alcuna condivisione del

²⁵⁰ LeGrand, F., Ragot, X. *Optimal fiscal policy with heterogeneous agents and aggregate shocks*. Working Paper. Lueticke, R. *Transmission of monetary policy with heterogeneity in household portfolios*. Working Paper, 2015;

rischio. Infatti, le NCB hanno acquistato in gran parte obbligazioni emesse dai loro governi centrali. L'importo totale degli acquisti mensili delle obbligazioni governative di ciascun paese avrebbe dovuto essere proporzionale alla chiave di capitale della BCE.

La dinamica degli acquisti netti di attivi della BCE dal 2014 al 2021 è riassunta nella Figura 1. La figura include anche una stima degli importi mensili annunciati degli acquisti (linee rosse tratteggiate) e la cronologia degli annunci più importanti della BCE relativi all'APP (linee blu) e al programma di acquisto di emergenza pandemica lanciato nel marzo 2020 (PEPP: linee viola). La figura mostra anche l'impatto di ABSPP e CBPP3 annunciati nel settembre 2014, e la discontinuità verso l'alto indotta dal PSPP nel marzo 2015.

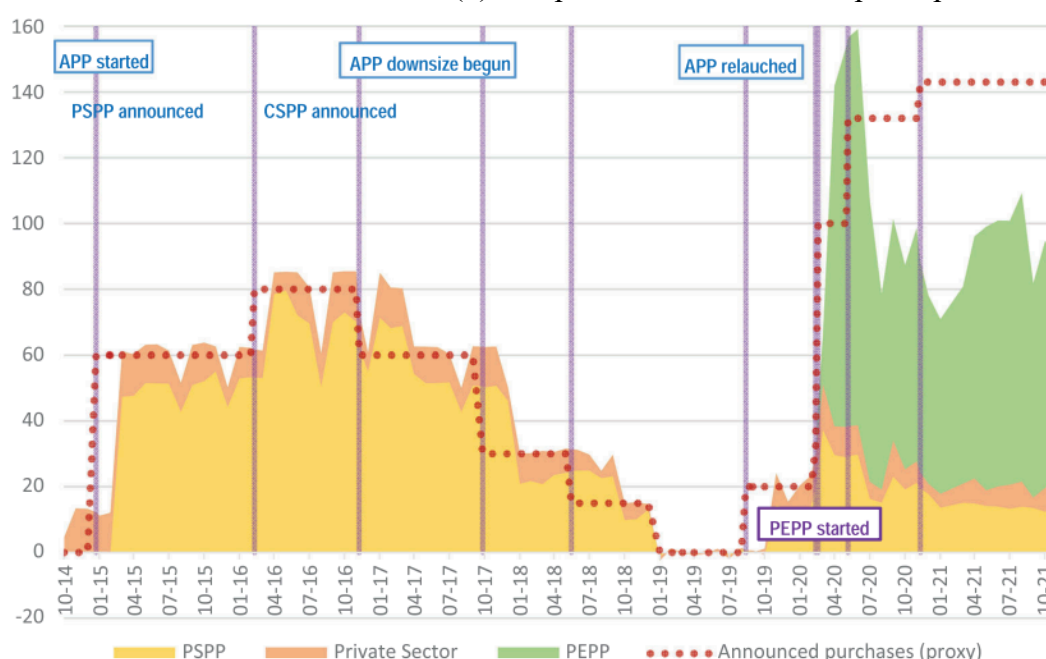
Come indicato nella Figura 1 l'APP della BCE e il PEPP sono stati modificati diverse volte. Ad esempio, nel marzo 2016 la BCE ha deciso di aumentare la media mensile dell'APP a 80 miliardi di EUR (incluso il nuovo programma per i titoli societari, CSPP) a partire da aprile di quell'anno. Poi, dopo diverse riduzioni degli acquisti mensili, l'APP si è temporaneamente concluso nel dicembre 2018. Da marzo 2015 a dicembre 2018, l'importo totale dell'APP ha raggiunto 2590 miliardi di EUR.

Tuttavia, in una delle ultime riunioni presiedute da Mario Draghi (12 settembre 2019), il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di riavviare l'APP da novembre 2019 con un acquisto mensile di 20 miliardi di EUR. Quindi, quando lo shock pandemico ha colpito l'EA, la politica monetaria non convenzionale della BCE era ancora in atto. Dopo lo scoppio della crisi Covid-19, il programma è stato rilanciato. Il 12 marzo 2020, la BCE ha deciso di aumentare temporaneamente i suoi acquisti di attivi aggiungendo 120 miliardi di EUR all'APP fino alla fine del 2020 come risposta allo scoppio di Covid-19. Poi, nel marzo 2020, la BCE ha annunciato l'implementazione del PEPP, fino alla fine del 2020. Le risorse iniziali per il PEPP ammontavano a 750 miliardi di EUR. Nel giugno 2020 sono state aumentate a 1350 miliardi di EUR, e l'uso del PEPP è stato esteso fino, almeno, alla fine di giugno 2021. È importante notare che il PEPP ha introdotto un grado maggiore di flessibilità nell'allocazione degli acquisti

della BCE, poiché i rapporti della chiave di capitale dovevano essere soddisfatti solo alla fine del programma.²⁵¹

Gli APP sono stati classificati come parte dell'insieme di strumenti non convenzionali disponibili per le banche centrali. Per comprendere l'efficacia di questi programmi, è importante descrivere le caratteristiche che li rendono non convenzionali rispetto al quadro di politica monetaria convenzionale utilizzato dalla BCE prima dell'autunno del 2014.

In sintesi, il quadro di politica monetaria convenzionale è caratterizzato da tre caratteristiche principali: (1) la specificazione del tasso di interesse di politica a breve termine, eventualmente attraverso un sistema di corridoi, per determinare il tasso risk-free a breve termine dell'economia e quindi per attivare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria con l'obiettivo di controllare il tasso di inflazione e influenzare indirettamente l'attività economica; (2) le operazioni di mercato aperto per fornire



Barajas, Z., & Forni, S. D. (2017). Europe's social problem and its implications for economic growth. Bruegel Policy Brief No. 2014/03.

liquidità al settore bancario su base ordinaria, in combinazione con operazioni di liquidità più dirette (ad esempio, finestre per le banche), e la gestione contabile dei prelievi e delle riserve delle banche attraverso la facilità di prestito e deposito, rispettivamente; e (3) una composizione del bilancio della banca centrale con attivi che includono oro, riserve estere e titoli di stato a breve termine e con passività che includono contanti e riserve detenute dalle banche commerciali.²⁵²

Nel quadro sopra descritto, gli APP rappresentano una chiara deviazione dalla caratteristica (3) e mirano a fornire un complemento alla caratteristica (1) nell'attivare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Gli APP modificano la caratteristica (3) perché implicano una diversa composizione degli attivi della banca centrale includendo titoli a lungo termine emessi dal governo e/o dal settore privato, contrariamente alla composizione standard di soli titoli di stato a breve termine. Allo stesso tempo, gli acquisti di attivi possono anche cambiare la dimensione del bilancio della banca centrale e, quindi, l'importo delle riserve detenute dalle istituzioni depositarie presso la banca centrale. Attraverso queste due diverse caratteristiche, il tasso di politica a breve termine viene integrato da uno strumento aggiuntivo per influenzare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria. Tuttavia, la caratteristica di espandere le riserve non è peculiare degli APP e può essere realizzata anche semplicemente acquistando titoli a breve termine. Pertanto, per determinare teoricamente l'efficacia di un APP rispetto ad altri strumenti convenzionali, l'aspetto chiave da esaminare è l'acquisto di titoli a lungo termine.

Discutiamo tre canali che possono essere influenzati da questo acquisto: il canale dei tassi di interesse che opera attraverso un meccanismo di riequilibrio del portafoglio o di segnalazione, il canale di facilitazione del credito e il canale della garanzia implicita. Iniziamo la nostra analisi con il canale dei tassi di interesse. Considerazioni sul riequilibrio del portafoglio hanno spesso supportato l'efficacia degli APP sul presupposto che gli acquisti da parte della banca centrale dovrebbero creare una domanda eccessiva per certi titoli nel mercato secondario, abbassando il loro

²⁵² Corsetti, G., Dedola, L. *Mystery of the printing press – Monetary policy and self-fulfilling debt crises*. Journal of the European Economic Association, 14(6), 2016, pp. 1329–1371. Corsetti, G., Guimarães, B., Roubini, N. (2006). *International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance*. Journal of Monetary Economics, 53(3), 441–471. Gourinchas, P. O., Rey, H., Govillot, N. (2010). *Exorbitant privilege and exorbitant duty*. Mimeo, University of Berkeley.

rendimento (vedi Bernanke, 2002; e Tobin, 1969). Allo stesso tempo, gli investitori potrebbero riequilibrare il loro portafoglio verso altri titoli, e questa domanda aggiuntiva potrebbe abbassare i rendimenti anche in altri mercati. Con questi mezzi, la banca centrale dovrebbe essere in grado di abbassare i rendimenti in molti mercati di titoli e nella parte lunga della curva dei rendimenti.²⁵³

In linea di principio, questo non è l'unico strumento possibile per influenzare la struttura a termine dei tassi di interesse anche se la banca centrale ha già raggiunto lo ZLB²⁵⁴ sul tasso di interesse a breve termine. Infatti, allo ZLB la politica sui tassi di interesse può essere esercitata solo agendo sui tassi a lungo termine. Un modo per farlo è attraverso una politica etichettata FG, ovvero fornendo una guida chiara e trasparente sui futuri tassi di interesse a breve termine. Questa politica da sola potrebbe essere sufficiente per controllare i tassi a lungo termine in un modo o nell'altro, tuttavia, secondo la teoria del riequilibrio del portafoglio, gli APP potrebbero essere un modo più efficace e diretto per abbassare i rendimenti a lungo termine.

Questa visione non trova molto sostegno nella teoria economica standard. Wallace (1981) illustra un teorema di irrilevanza secondo il quale qualsiasi operazione di mercato aperto non fornisce uno strumento aggiuntivo al decisore di politica monetaria e, quindi, gli APP sono irrilevanti. L'argomentazione teorica di Wallace si basa su due ipotesi semplificative: (i) gli investitori possono acquistare quantità arbitrarie degli stessi attivi agli stessi prezzi (mercati di attivi senza attriti); e (ii) gli attivi coinvolti nelle operazioni di mercato aperto forniscono solo rendimenti pecuniari. In queste due condizioni, qualsiasi APP si traduce in una mera riallocazione di attivi dagli investitori privati alla banca centrale senza influenzare il tasso di inflazione e l'attività economica.

²⁵³ Del Giovane, P., Nobili, A., Signoretti, F. M. *Assessing the sources of credit supply tightening: Was the sovereign debt crisis different from Lehman?* International Journal of Central Banking, 2017, pp. 13, 197–234. Dell'Ariccia, G., Rabanal, P., & Sandri, D. *Unconventional monetary policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom*. Journal of Economic Perspectives, 32(4), 2018, pp. 147–117. Demertzis, M., Wolff, G. B. (2016). *The effectiveness of the European Central Bank's asset purchase programme*. Bruegel Policy Contribution No. 10/2016.

²⁵⁴ Lo Zero Lower Bound (ZLB) o Zero Nominal Lower Bound (ZNLB) è un problema macroeconomico che si verifica quando il tasso di interesse nominale a breve termine è pari o vicino allo zero, causando una trappola della liquidità e limitando la capacità della banca centrale di stimolare la crescita economica. In particolare, in presenza di shock finanziari, ad esempio nel caso del modello IS-LM esteso, si verifica quando l'inflazione attesa è nulla e il tasso di interesse reale coincide con il tasso di interesse nominale; in tal caso, la Banca Centrale può portare i tassi nominali (e reali) a zero e la produzione ad un livello Y^* ma non annullare l'effetto dello shock iniziale.

C'è una ragione specifica dietro questo impatto neutro: il rischio non viene realmente riallocato dal settore privato alla banca centrale. Quando la banca centrale acquista attivi dal settore privato, sopporterà alcuni guadagni o perdite a seconda delle contingenze. Tuttavia, questi guadagni o perdite vengono alla fine trasferiti di nuovo al settore privato attraverso le rimesse al tesoro, in modo che il rischio torni al settore privato in una forma diversa, pertanto, la riallocazione di attivi tra diversi agenti economici non dovrebbe necessariamente produrre alcun cambiamento nei tassi di inflazione e nell'attività economica.²⁵⁵

Sotto certi aspetti, l'ambientazione istituzionale peculiare degli APP implementati dalla BCE sembra rientrare nel risultato di neutralità di Wallace. Ricordiamo che l'80% degli acquisti di obbligazioni governative è effettuato dalle NCB principalmente rispetto al debito sovrano della loro giurisdizione nazionale. Quindi, potrebbe essere il caso di rischio che torna alla fonte, data la specifica istituzionale della politica delle rimesse al tesoro.

Uscendo dalle due ipotesi alla base dell'argomento di Wallace, sarà possibile ottenere alcuni risultati significativi sull'efficacia degli APP sui tassi di interesse attraverso il meccanismo di riequilibrio del portafoglio per almeno tre motivi.

Primo, le frizioni finanziarie come i costi di transazione rompono il teorema di irrilevanza di Wallace limitando la capacità degli investitori privati di arbitrare gli attivi nel loro portafoglio. Tra gli altri, Vayanos e Vila (2009) sostengono che gli investitori possono avere preferenze per attivi di diverse scadenze seguendo un motivo di “habitat preferito”. In tal caso, alterando la domanda relativa per attivi a lungo termine rispetto a quelli a breve termine, gli acquisti di attivi di una banca centrale possono influenzare i rendimenti obbligazionari e appiattire la curva dei rendimenti. Secondo, gli attivi acquistati dalle banche centrali possono avere un valore per fornire non solo rendimenti pecuniari ma anche servizi o benefici aggiuntivi, come la loro utilità a fini di liquidità. Questo è spesso il caso di attivi di alta qualità che offrono servizi di garanzia o possono essere utilizzati in cambio di altri attivi o beni. Gli

²⁵⁵ Zaghini, A. *The CSPP at work - Yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel*. ECB Working Paper No. 2075, 2019; Sahuc, J.-G. (2016). The ECB's asset purchase programme: A model-based evaluation. *Economics Letters*, 145(C), 136–140. Tobin, J. *A general equilibrium approach to monetary theory*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 1969, pp. 15–29.

acquisti di tali titoli da parte di una banca centrale possono abbassare il loro rendimento di comodità, producendo quindi altri impatti sui mercati finanziari. Terzo, gli acquisti di attivi delle banche centrali sono efficaci quando la banca centrale sopporta le perdite/guadagni sui titoli acquistati, senza trasferirli di nuovo agli investitori privati attraverso il tesoro. Tuttavia, le perdite dovrebbero essere abbastanza significative da essere risolte attraverso il tasso di inflazione (Benigno & Nisticò, 2020).²⁵⁶

Aggiungiamo che il canale dei tassi di interesse può essere attivato da un APP anche attraverso un diverso meccanismo di segnalazione. In questo caso, un APP può diventare un modo efficace per segnalare un cambiamento nella posizione della politica monetaria (vedi, tra gli altri, Bhattari et al., 2015; e Jeanne & Svensson, 2007). A questo proposito, dovremmo considerare l'ambiente di irrilevanza di Wallace dove ciò che conta come strumento di politica monetaria è solo la specificazione dei tassi di interesse di politica attuali e futuri. Quando l'economia raggiunge lo ZLB, alla banca centrale rimane solo la specificazione del percorso dei futuri tassi di interesse a breve termine (FG). Se non ci fossero problemi di credibilità, un annuncio chiaro e trasparente delle future azioni di politica sarebbe immediatamente incorporato nei tassi forward di mercato e quindi porterebbe a un certo controllo della curva dei rendimenti da parte della banca centrale (in particolare, la coda a lungo termine). Tuttavia, le future politiche sono soggette a un problema di credibilità, specialmente se non c'è una storia di azioni compiute. Pertanto, un annuncio politico può essere incapace di influenzare i tassi forward di mercato e modellare la curva dei rendimenti. Implementando un APP, la banca centrale può invece rafforzare la sua credibilità e migliorare le politiche di FG mantenendo bassi i tassi di interesse per un lungo periodo di tempo. Infatti, deviazioni dal percorso annunciato dei futuri tassi di interesse di politica possono essere costose per la banca centrale come acquirente di attivi a lungo termine. Se i tassi di politica vengono aumentati prima del promesso, la banca centrale subirà perdite sul suo stock di titoli. Pertanto, acquistando attivi a lungo termine, la

²⁵⁶ Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A. S., & Yiangou, J. (2019). A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20. ECB Working Paper No. 2346. Now published as *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*. Oxford University Press.

Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., & Guilhem, A. S. (2021). Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: Identification and impacts of the ECB's unconventional policies. ECB Working Paper No. 2564

banca centrale rafforza il suo impegno a mantenere un percorso desiderato per i tassi di interesse.²⁵⁷

Gli APP possono essere efficaci anche attraverso un secondo canale di trasmissione: il canale di facilitazione del credito, secondo il quale la banca centrale agisce direttamente sul lato dell'offerta dei mercati del credito. Gli intermediari finanziari sono limitati nella quantità di attivi ponderati per il rischio detenuti nei loro bilanci per una varietà di motivi legati alla scarsità di capitale. Ad esempio, può esserci un limite dovuto a misure regolamentari sulle perdite che questi intermediari possono sopportare e sui rapporti minimi di capitale che devono rispettare. Questo limite può influenzare la quantità di prestiti e di fondi raccolti in condizioni di mercato avverse.

Inoltre, durante una crisi finanziaria, gli attivi detenuti dagli intermediari possono diventare più rischiosi e quindi i vincoli sui rapporti di capitale possono diventare più stringenti. Gli intermediari con basso capitale sono, quindi, costretti a vendere i loro attivi e a sopportare le relative perdite. Se queste vendite coinvolgono molti intermediari, le perdite nel sistema finanziario complessivo possono avere effetti moltiplicativi, stringendo ulteriormente i vincoli sui rapporti di capitale per ogni prestatore regolamentato. Tutti questi effetti inducono un aumento degli spread di credito che segnala anche un peggioramento delle condizioni di prestito e di finanziamento. Di conseguenza, molti intermediari possono prendere in prestito solo a tassi di interesse più elevati a causa del loro aumentato rischio; e dovrebbero prestare a tassi di interesse più elevati per mantenere costanti i loro profitti unitari attesi o, almeno, per proteggere la loro futura redditività.

La banca centrale può fissare il tasso di politica allo ZLB o anche a un limite effettivo inferiore (negativo) (ELB). Tuttavia, questi ultimi interventi sarebbero inefficaci se gli spread nel mercato del credito si allargassero. Gli APP, invece, hanno la possibilità di acquistare direttamente attivi aziendali deteriorati detenuti dagli intermediari, e quindi potrebbero contrastare il restringimento delle condizioni di prestito e ridurre gli spread

²⁵⁷ Lhuissier, S., Nguyen, B. *The dynamic effects of the ECB's asset purchases: A survey-based identification*. Banque de France Working Paper No 806, 2021;

Messori, M. *The Economy in the time of the coronavirus: The different limits of the monetary and fiscal policies*. SEP Working Paper No. 8/2020.

Lenza, M., Slacalek, J. *How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area*. ECB Working Paper Series No. 2190, 2018;

del mercato del credito. In linea di principio, la banca centrale migliorerebbe quindi il meccanismo di trasmissione della politica monetaria agendo direttamente sul funzionamento dei mercati del credito e mitigando il disagio finanziario. Questo tipo di politica, che agisce attraverso il canale del credito, è stata etichettata come facilitazione del credito, contrariamente all'allentamento quantitativo che invece opera più attraverso il canale del riequilibrio del portafoglio analizzato sopra.

È importante notare che l'APP della BCE non ha mai fatto ricorso direttamente al canale di facilitazione del credito. Tuttavia, l'APP ha implementato indirettamente questo canale attraverso l'acquisto, nei mercati secondari, di obbligazioni governative detenute dalle banche europee. Questo acquisto ha alleviato uno dei principali problemi che influenzano i bilanci delle banche, sebbene coinvolgesse tutti i detentori di obbligazioni governative come potenziali venditori e, quindi, utilizzasse direttamente il canale dei tassi di interesse. In ogni caso, la BCE ha attivato la politica di facilitazione del credito attraverso strumenti diversi (LTRO e TLTRO); e, a questo proposito, il Consiglio direttivo della BCE mantiene correttamente che sia l'APP che il TLTRO sono politiche monetarie non convenzionali e utilizzano meccanismi di mercato complementari.

Il terzo canale di trasmissione è il canale della garanzia implicita. La banca centrale, a differenza di qualsiasi altro agente nell'economia, non è soggetta a nessun rischio di insolvenza. Acquistando titoli rischiosi, la banca centrale segnala quindi che sta estendendo una garanzia implicita sugli emittenti di questi titoli.²⁵⁸

Si noti che le banche centrali non dovrebbero essere coinvolte nella risoluzione dei problemi di solvibilità ma solo dei problemi di liquidità. Tuttavia, gli APP estendono implicitamente una garanzia sulla solvibilità dell'emittente, specialmente se i suoi acquisti avvengono in periodi di stress finanziario. Gli acquisti della BCE di obbligazioni governative e attivi privati forniscono finanziamenti stabili, sebbene

²⁵⁸ Neri, S., Ropele, T. *The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area*. Bank of Italy Working Paper No. 1007, 2015

Neri, S., Siviero, S. *The non-standard monetary policy measures of the ECB: Motivations, effectiveness and risks*. Credit and Capital Markets, Credit and Capital Markets, 2018, pp. 51, 513–560.

Acocella, N., Beqiraj, E., Di Bartolomeo, G., Di Pietro, M., Felici, F. *An evaluation of alternative fiscal adjustment plans: The case of Italy*. Journal of Policy Modelling, 42, 202, pp. 699–711. Altavilla, R., Carboni, C., Motto, R. *Asset purchase programmes and financial markets: Lessons from the euro area*. ECB Working Paper No. 1864, 2015.

indiretti (cioè, attraverso il mercato secondario), per i relativi emittenti; inoltre, garantiscono che gli investitori privati che agiscono come potenziali acquirenti sul mercato primario troveranno un forte acquirente istituzionale sui mercati secondari. Se l'APP è percepito in questo modo, ridurrà il rischio di default degli emittenti, abbassando quindi i rendimenti riguardanti la componente del premio per il rischio. La durata degli acquisti dell'APP, sia temporanea che permanente, è un ingrediente importante per indebolire o, al contrario, rafforzare il canale della garanzia implicita. Tuttavia, anche acquisti temporanei che offrono solo garanzie a breve termine potrebbero essere un sollievo per gli emittenti e un incentivo per i potenziali acquirenti privati sotto pressione del mercato avverso, consentendo così migliori allocazioni e una conseguente riduzione del rischio di default.

Va sottolineato che l'APP offre una garanzia implicita e non esplicita. Altrimenti, ci sarebbe una violazione dell'articolo 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), che vieta alla BCE e alle NCB del sistema euro di acquistare strumenti di debito pubblico sul mercato primario. La garanzia implicita solleva anche questioni su un importante pilastro della governance economica dell'EA perché confonde la distinzione tra politica monetaria e politica fiscale.²⁵⁹ Le limitazioni conseguenti nell'estensione della garanzia implicita creano uno svantaggio per i debiti pubblici dei paesi dell'EA rispetto a quelli di aree concorrenti. In altri paesi come gli Stati Uniti, i confini tra politica monetaria e politica fiscale sono ancora più sfumati; quindi, la Federal Reserve (Fed) può facilmente fornire questo tipo di garanzia al suo tesoro. Questo sostegno implica che le proprietà prive di rischio delle passività della banca centrale si estendono al debito del tesoro, che quindi è (almeno parzialmente) esente da qualsiasi rischio di default. A questo proposito, se sostanziali per dimensioni e prolungati nel tempo, gli APP della BCE possono ridurre lo svantaggio europeo. In conclusione, nell'EA, i primi e il terzo canale sottolineati sopra portano a rendimenti più bassi a diverse scadenze (in particolare, medio e lungo termine) per varie obbligazioni governative e private. Si verificano effetti di tracimazione in altri mercati

²⁵⁹ Ampudia, M., Georgarakos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P., Violante, G. L. Monetary policy and household inequality. ECB Working Paper No. 2170, 2018. Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P., & Tristani, O. *The ECB's asset purchase programme: An early assessment*. ECB Working Papers No. 1956, 2016;

di titoli e nei mercati di beni reali. Vale la pena notare che l'efficacia di questi impatti non richiede, almeno da un punto di vista teorico, che il sistema economico sia allo ZLB o ELB. Sebbene ovvie ragioni di politica implicino che l'APP o strumenti comparabili siano attivati quando i tassi di interesse di politica sono allo ZLB o ELB, ci sono alcune eccezioni. Ad esempio, l'SMP è stato implementato dalla BCE nel 2010 e 2011, quando i tassi di politica nell'area euro erano ben al di sopra dello ZLB.

Alla fine della catena, gli APP mirano a fornire a famiglie e imprese condizioni di finanziamento migliori per i loro piani di consumo e investimento. L'aumento dei prezzi degli attivi finanziari e “reali” aumenta la ricchezza nominale dei detentori di questi attivi; e, se le politiche APP sono ritenute in grado di avviare l'economia, lo stesso si applicherà alla ricchezza prevista. Gli agenti possono quindi essere indotti a spendere di più (effetto ricchezza). L'efficacia di questo meccanismo dipende principalmente dalle dimensioni e dalla composizione del portafoglio di attivi finanziari detenuti dalle famiglie. Infatti, se gli APP riescono ad ancorare le aspettative di inflazione a lungo termine, segnalano che una caduta nei rendimenti a lungo termine si tradurrà direttamente in una caduta del tasso di interesse reale. Quest'ultimo è il prezzo intertemporale che attiva il meccanismo di sostituzione intertemporale. Le famiglie sono incoraggiate a prendere in prestito di più o a risparmiare meno per aumentare il loro consumo corrente. Allo stesso tempo, le imprese sono indotte a investire di più. L'effetto complessivo è un aumento della domanda aggregata.²⁶⁰

I piani di consumo e investimento sono stimolati non solo dalle condizioni con cui i mutuatari finali possono raccogliere fondi o i proprietari di ricchezza possono vendere attivi, ma anche dall'attività di prestito degli intermediari finanziari. Il canale della garanzia implicita e gli altri strumenti UMP espansionistici aiutano a evitare interruzioni nei mercati del credito rafforzando la stabilità nel bilancio degli intermediari finanziari. Questo meccanismo di bilancio opera non solo a favore degli

²⁶⁰ Blot, C., Hubert, P., & Labondance, F. *Does monetary policy generate asset price bubbles?* CRESE Working Papers No. 2017-06, 2017;

Borio, C., Zabai, A. *Unconventional monetary policies: A re-appraisal*. In Research Handbook on Central Banking, P. Conti-Brown & R. M. Lastra (Eds.). Edgard Edward Publishing, Chapter 20: pp. 398–444.

Véron, N. (2017). Sovereign concentration charges: A new regime for Euro-Area banks' sovereign exposures. Study provided in the context of Economic Dialogues with the President of the Eurogroup in ECON November, 2018;

intermediari, ma anche a favore dei mutuatari, poiché il miglioramento implicito dell'attività economica e la riduzione dei tassi di interesse riducono il rischio di default per i mutuatari.

Pertanto, il meccanismo di bilancio potenzia l'attività di intermediazione e aumenta la probabilità che il credito fluisca nell'economia. Inoltre, la garanzia implicita e i canali dei tassi di interesse portano a una riduzione dei rendimenti delle obbligazioni governative, riducendo quindi i costi di servizio del debito pubblico e rilassando il vincolo di bilancio del settore pubblico. Risorse aggiuntive sono quindi disponibili per stimolare l'economia e sostenere un adeguato tasso di inflazione (meccanismo di vincolo di bilancio governativo).

La ridotta quantità di titoli invenduti nei mercati finanziari domestici implica un riequilibrio del portafoglio anche verso attivi denominati in valuta estera, contribuendo così a una svalutazione del tasso di cambio (meccanismo del tasso di cambio). Nel caso dell'euro, la sua svalutazione aumenta la competitività dei prezzi dell'EA, rendendo i beni prodotti a livello nazionale relativamente meno costosi rispetto a quelli offerti dai concorrenti stranieri. Il risultato è, *ceteris paribus*, un'espansione della domanda aggregata domestica ed estera.²⁶¹

Quasi tutti gli studi empirici concordano sul fatto che gli APP della BCE hanno migliorato sostanzialmente le condizioni di finanziamento e stimolato la domanda aggregata all'interno dell'EA. Diversi meccanismi di trasmissione sembrano essere stati attivati all'interno dei canali descritti nella precedente sottosezione, riducendo i rendimenti degli attivi e sostenendo il credito bancario. Attraverso metodologie alternative (ad es., studi sugli eventi, VAR strutturali, modelli DSGE), le evidenze empiriche suggeriscono anche un significativo effetto positivo sulla domanda aggregata, sull'attività economica e sulla dinamica dei prezzi.

Non è nostro scopo in questa occasione rivedere completamente la dottrina (vedi Hammermann et al., 2019; Rostagno et al., 2019). Ci concentriamo semplicemente sulle questioni selezionate che si riferiscono ai meccanismi di trasmissione analizzati

²⁶¹ Wallace, N. A Modigliani-Miller *Theorem for open-market operations*. American Economic Review, 71(3), 1981, pp. 267–274. Wieladek, T., Pascual, A., Garcia, I. *The European Central Bank's QE: A New Hope*. CESifo Working Paper, No. 5946. Center for Economic Studies and IFO Institute, 2016;

sopra, e riassumiamo l'impatto degli APP della BCE sulle variabili macroeconomiche. Questa limitazione implica che non saremo in grado di dimostrare che gli APP della BCE hanno utilizzato il canale del credito solo indirettamente; tuttavia, ci consentirà di considerare che gli APP della BCE fanno parte di una strategia a braccia combinate che include TLTRO e FG. Si noti che l'inclusione di altri strumenti di politica renderà più difficile identificare empiricamente gli impatti specifici degli APP.

Le evidenze esistenti suggeriscono che gli APP della BCE hanno segnalato che i tassi di politica più bassi sarebbero continuati almeno fino al 2017, rafforzando la NIRP e la FG, che sono i principali driver dei segnali della BCE (Rostagno et al., 2019). Dopo il primo annuncio dell'APP e in quasi tutti i trimestri del 2015, le previsioni sui tassi di politica della BCE hanno registrato cali sistematici; e, in media, questi tassi erano attesi in calo da 11 a 6 bps per il 2016 e da 43 a 31 bps per il 2017. Inoltre, Andrade et al. (2016) documentano che l'attuazione degli APP della BCE ha portato il settore privato ad aspettarsi una futura posizione accomodante della politica monetaria. Infine, durante il periodo 2015-2018, il riequilibrio del portafoglio europeo ha contribuito a comprimere i rendimenti su un'ampia gamma di attivi e, a causa della segmentazione del mercato esistente, a ridurre anche i rendimenti degli attivi nei segmenti di mercato non targettizzati dagli acquisti della BCE. Per quanto riguarda specificamente il PSPP, si è verificata l'attivazione del canale di riequilibrio del portafoglio con grandi effetti sulle scadenze più lunghe e sugli attivi rischiosi (vedi Altavilla et al., 2015; e Zaghini, 2019).²⁶²

La BCE stima che la compressione nei rendimenti sovrani dovuta alle sue politiche sia stata di circa 100 punti base per la scadenza a 10 anni, con un intervallo di confidenza tra 70 e 130 bps (Eser et al., 2019; Hammermann et al., 2019).

Anche il settore bancario europeo ha giocato un ruolo cruciale nella trasmissione degli APP della BCE alle condizioni di prestito (Hammermann et al., 2019). Dopo la metà del 2015, si sono osservati aumenti crescenti nei volumi dei prestiti alle imprese non finanziarie. Come già detto, gli APP della BCE hanno aumentato direttamente la

²⁶² Altavilla, R., Carboni, C., Motto, R. *Asset purchase programmes and financial markets: Lessons from the euro area*. ECB Working Paper No. 1864, 2015;
Zaghini, A. *The CSPP at work - Yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel*. ECB Working Paper No. 2075, 2019;

liquidità bancaria (attraverso l'acquisto di obbligazioni governative detenute dalle banche) e indirettamente (attraverso le vendite di obbligazioni dei depositanti). Pertanto, insieme ad altri strumenti UMP, gli APP della BCE hanno indotto un'espansione del credito supportata anche da un marcato calo dei tassi di prestito bancari.

È difficile distinguere il contributo relativo offerto da ciascuno dei diversi strumenti di politica. Secondo dati dettagliati, in media gli APP della BCE hanno avuto un forte impatto sulla liquidità del 20% delle banche dell'EA; e, concentrandosi solo sulle banche con maggiori detenzioni di obbligazioni sovrane prima dell'inizio degli APP, questa cifra è aumentata al 30% (Altavilla et al., 2018). Le evidenze empiriche riportate mostrano che l'appiattimento della curva dei rendimenti del debito sovrano e l'aumento dei prestiti bancari a tassi di interesse decrescenti hanno svolto un ruolo significativo nel rafforzare la ripresa economica dell'EA dopo la recessione europea (2011-2013) e prima della pandemia. Tuttavia, quantificare l'impatto effettivo degli APP sulle variabili macroeconomiche è soggetto a diversi livelli di incertezza legati, ad esempio, alla metodologia utilizzata, alla specifica del modello, alla finestra di stima e alle misure per la quantificazione.²⁶³

Analizzando il possibile impatto macroeconomico delle politiche non convenzionali della BCE mediante una vasta gamma di diversi modelli basati su varie metodologie, un gruppo di valutazione coordinato del sistema euro stima una mediana di 2,2 punti percentuali per la crescita del PIL reale dell'EA e 1,9 punti percentuali per il tasso di inflazione dell'EA nel periodo 2015-2018 (Rostagno et al., 2019, p. 306). Utilizzando un approccio BVAR, Rostagno et al. (2019, 2021) decompongono gli effetti di TLTRO, NIRP, APP e FG sulle stesse variabili.

L'importanza degli APP della BCE è piuttosto evidente nella crescita del PIL nel 2017 e 2018.

I risultati di Rostagno et al. (2019, 2021) si collocano nella parte superiore (inferiore) della gamma che include un insieme più ampio di studi empirici relativi alla crescita del PIL reale (dinamica del tasso di inflazione). Rispetto ai modelli dinamici stocastici

²⁶³ Sahuc, J.-G. *The ECB's asset purchase programme: A model-based evaluation*. Economics Letters, 145(C), 2016, pp. 136–140. Tobin, J. *A general equilibrium approach to monetary theory*. Journal of Money, Credit and Banking, 1(1), 1969, pp. 15–29.

di equilibrio generale (DSGE), i modelli di serie temporali (inclusi i BVAR) tendono a produrre stime più elevate (inferiori). La stessa valutazione si applica al confronto tra i risultati di Rostagno e le evidenze offerte dai modelli SVAR, come osservato nuovamente da Rostagno et al. (2021), Gambetti e Musso (2017) trovano un aumento del PIL dello 0,02% utilizzando dati trimestrali; Wieladek et al. (2016) e Lhuissier e Nguyen (2021) trovano un aumento del PIL dello 0,1% utilizzando dati mensili.

Ulteriori evidenze empiriche sono fornite da Hohberger et al. (2019). Essi stimano un modello DSGE all'avanguardia con tecniche bayesiane, assumendo una sostituibilità imperfetta tra attivi di diversa scadenza lungo le linee del già citato modello dell'habitat preferito (Vayanos & Vila, 2009). Considerando il periodo 2015-2018, Hohberger et al. (2019) trovano che le politiche della BCE hanno contribuito per 30 bps al tasso di crescita annuale medio del PIL dell'EA; stimano anche un contributo di 50 bps degli APP all'inflazione dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP) dell'EA. Secondo questo modello, il picco dell'efficacia degli APP è stato nel 2016 (e non nel 2017, come affermato da Rostagno et al., 2019).²⁶⁴

Con poche eccezioni, le evidenze empiriche esaminate sopra confermano l'efficacia degli APP della BCE. Effetti quantitativi significativi sono documentati anche da studi che adottano modelli DSGE calibrati. Cova et al. (2015) costruiscono e calibrano un modello DSGE a cinque paesi, tenendo conto del commercio internazionale e assumendo, come fanno Hohberger et al. (2019), una sostituibilità imperfetta tra attivi di diverse scadenze. Riguardo agli APP della BCE, considerano acquisti temporanei mensili di obbligazioni sovrane nell'EA di 60 miliardi di EUR per sette trimestri con un'uscita graduale negli altri sette trimestri aggiuntivi. Secondo gli autori, inducendo una caduta nei tassi di interesse a lungo termine e un aumento della liquidità, questo APP genererebbe un aumento del PIL reale dell'EA e del tasso di inflazione di circa 100 bps rispetto al benchmark (cioè, previsioni del modello senza intervento politico) dopo 2 anni. Cova et al. (2015) documentano anche significativi effetti espansionistici

²⁶⁴ Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A. S., & Yiangou, J. (2019). *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20*. ECB Working Paper No. 2346. Now published as *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*. Oxford University Press. Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., & Guilhem, A. S. *Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: Identification and impacts of the ECB's unconventional policies*. ECB Working Paper No. 2564, 2021;

internazionali, che dipendono dalle posizioni di politica monetaria e dalla risposta dei prezzi relativi internazionali.

Andrade et al. (2016) adattano il modello di Gertler e Karadi (2013) all'EA. Grazie a una valutazione preliminare degli effetti degli APP ampliati sui mercati finanziari, documentano che l'annuncio della BCE nel gennaio 2015 ha ridotto i rendimenti sui titoli di stato a lungo termine e aumentato i prezzi delle azioni delle banche che detenevano questi titoli. Nel loro modello stilizzato, gli intermediari finanziari hanno quindi goduto di un allentamento del rischio di durata così come dei vincoli di leva, in modo tale che l'attuazione di questo APP della BCE ha aumentato il tasso di inflazione di 40 bps e l'output di 101 bps dopo circa 2 anni, quando è stato raggiunto il picco.

Gambetti e Musso (2017) stimano un vettore auto regressivo (VAR) con parametri variabili nel tempo e volatilità stocastica, che viene identificato utilizzando una variabile proxy che cattura la componente inaspettata degli annunci degli APP. Gli annunci degli APP hanno avuto un impatto significativo e positivo sul tasso di inflazione, sulla crescita dell'output e sulle variabili finanziarie. Infatti, questi annunci hanno influenzato la curva dei rendimenti attraverso cambiamenti nei tassi di interesse a lungo termine: un appiattimento nel breve termine, ma un ripido aumento nel medio termine. Questi risultati empirici sono coerenti con l'attuazione del canale di riequilibrio del portafoglio e, per quanto ne sappiamo, con l'utilizzo indiretto dei canali di credito (vedi la precedente sottosezione). Sottolineano anche l'importanza della svalutazione dell'euro, come argomentato dalla Bundesbank (2017) e da Cecioni (2018).²⁶⁵

La recente letteratura economica evidenzia almeno quattro potenziali svantaggi derivanti dalla prolungata applicazione degli APP da parte delle banche centrali. Le preoccupazioni sono legate ai possibili effetti negativi degli acquisti di attivi sulla redditività bancaria, sulle future bolle speculative (a causa di una sopravvalutazione dei titoli privati e delle obbligazioni governative), sulle disuguaglianze nella distribuzione del reddito e sulla confusione tra politiche monetarie e fiscali.

²⁶⁵ Bundesbank. *The Eurosystem's bond purchases and the exchange rate of the euro*. Monthly Bulletin, January, 2017, pp. 13–40.

La letteratura sottolinea che le politiche monetarie non convenzionali (UMP) della BCE potrebbero influire negativamente sulla redditività bancaria nel caso dei modelli di business tradizionali delle banche (BIS, 2018). Le UMP della BCE mirano ad abbassare la struttura dei tassi di interesse e, eventualmente, appiattire la curva dei rendimenti, così che, a parità di altre condizioni, il reddito netto degli interessi delle banche sui nuovi prestiti a breve e lungo termine diminuisce. Questo impatto è stato significativo nell'EA prima della crisi pandemica a causa della grande dipendenza delle imprese non finanziarie europee dai prestiti bancari; e rimane importante negli ultimi anni (2020–2021).

Concentrandosi sul periodo da metà 2014 all'inizio del 2020, è possibile notare che l'impatto negativo sulla redditività bancaria è stato rafforzato da due elementi aggiuntivi. Primo, la politica monetaria convenzionale della BCE ha fissato tassi di interesse negativi sulle riserve delle banche dell'EA eccedenti i requisiti minimi (dal giugno 2014); e le banche hanno avuto difficoltà ad assorbire le perdite applicando tassi negativi equivalenti sui depositi delle famiglie. Secondo, combinati con gli APP della BCE, questi tassi di politica hanno portato a tassi di interesse negativi su una grande componente delle obbligazioni governative europee, che vengono acquistate, per una parte significativa, dal settore bancario europeo e da altri intermediari finanziari (principalmente, compagnie assicurative).²⁶⁶

Tuttavia, è da notare che gli APP della BCE e l'uso di altri strumenti non convenzionali (TLTRO) hanno anche avuto conseguenze positive sui bilanci delle banche. Essi hanno migliorato le condizioni macroeconomiche in modo tale che il rischio di insolvenza delle imprese debitorie è diminuito, e le banche sono diventate meno esposte a prestiti non performanti (NPL) e prestiti improbabili al rimborso (UTP). Inoltre, gli APP hanno aumentato i valori di mercato degli attivi finanziari e delle obbligazioni governative, in modo tale che il lato attivo dei bilanci bancari abbia incorporato plusvalenze che, probabilmente, hanno più che compensato i tassi di interesse bassi o negativi. Questi effetti positivi sono stati particolarmente importanti per quelle banche che erano fortemente esposte al rischio di insolvenza dei debitori e che detenevano una

²⁶⁶ Gambetti, L., Musso, A. *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*. ECB Working Paper No. 2075, 2017. Gertler, M., & Karadi, P. *A model of unconventional monetary policy*. Journal of Monetary Economics, 58, 2011, pp. 17–34.

grande quantità di obbligazioni governative nazionali contabilizzate come “obbligazioni detenute per la vendita”.

Le evidenze empiriche suggeriscono che gli impatti positivi sulla redditività media delle banche europee tendevano a prevalere su quelli negativi (vedi ad esempio: Boucinha & Burlon, 2020). Dopo aver verificato l'endogeneità delle misure di politica rispetto alle condizioni macroeconomiche e finanziarie previste, Altavilla et al. (2018) scoprono che gli effetti positivi sulle svalutazioni dei prestiti e sui redditi non da interessi compensano ampiamente l'effetto negativo sul reddito netto da interessi. Risultati simili sono mostrati in una valutazione precedente di Demertzis e Wolff (2016), che si concentrano sui NPL e riferiscono che la redditività bancaria era aumentata almeno fino alla fine del 2015; tuttavia, questa evidenza dovrebbe essere rivista alla luce del possibile impatto ritardato del Covid-19 sui NPL e sugli UTP.²⁶⁷ Sebbene le evidenze empiriche sembrino suggerire che le politiche monetarie convenzionali e non convenzionali della BCE da metà 2014 all'inizio del 2020 non abbiano avuto un impatto negativo sulla redditività bancaria, una generalizzazione di questa valutazione solleverebbe ulteriori questioni. Sarebbe necessario introdurre fattori aggiuntivi nel quadro, come la fase del ciclo economico e la composizione prevalente dei bilanci bancari, e considerare che l'influenza esercitata da ciascuno di questi fattori non è indipendente dagli altri. Inoltre, dovrebbe essere riconosciuto che, a lungo termine, la caduta dei tassi di interesse e persino i tassi di interesse negativi non sono determinati solo da una serie di tassi di politica bassi o negativi, ma dipendono principalmente da tendenze macroeconomiche recessive. Dal 2011 al 2019, l'EA è stata caratterizzata da crescenti divari negativi tra investimenti aggregati e risparmi aggregati, così che il tasso di interesse di equilibrio a lungo termine (il tasso di interesse “naturale”) è diminuito. In questa prospettiva, anche se gli APP della BCE e il PSPP hanno contribuito ad abbassare e appiattire la curva dei rendimenti dei tassi di interesse nel breve termine, avrebbero dovuto contrastare i tassi di interesse decrescenti e negativi nel lungo termine migliorando le condizioni macroeconomiche

²⁶⁷ Demertzis, M., Wolff, G. B. *The effectiveness of the European Central Bank's asset purchase programme*. Bruegel Policy Contribution No. 10/2016. Woodford, M. *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound*. Jackson Hole Conference: The Changing Policy Landscape, Fed Reserve Bank of Kansas City, 2012;

e, quindi, promuovendo aumenti negli investimenti rispetto ai risparmi e riducendo la pressione al ribasso sui tassi di interesse di equilibrio a lungo termine.

Quest'ultimo fattore, così come gran parte degli altri analizzati, è diventato ancora più importante durante la crisi pandemica. È tuttavia degno di nota che l'ampia incidenza delle garanzie pubbliche e delle moratorie e l'allentamento temporaneo della regolamentazione finanziaria e delle norme contabili hanno ridotto i vincoli dei bilanci e migliorato la redditività delle banche dell'EA nel periodo 2020–2021. La questione irrisolta riguarda l'impatto derivante dal ritiro imminente di questi interventi eccezionali. Pertanto, non sorprende che la BCE (2021) sottolinei che le banche dell'EA hanno migliorato la loro capitalizzazione e resilienza dopo la crisi finanziaria internazionale, ma rimangono caratterizzate da prospettive di redditività deboli.

Una seconda causa di preoccupazione è che gli APP della BCE potrebbero portare a una sopravvalutazione degli attivi finanziari e delle obbligazioni governative, e che questa sopravvalutazione potrebbe implicare lo scoppio di una bolla finanziaria nel prossimo futuro. La struttura centrata sulle banche dei mercati finanziari dell'EA apparentemente indebolisce il significato di questo rischio. Inoltre, le evidenze empiriche mostrano che le valutazioni azionarie erano in linea con gli standard storici nella prima fase delle UMP e che i dati non segnalavano dinamiche di prezzi esuberanti per le obbligazioni governative anche negli anni precedenti la stagnazione economica del 2018-2019 (vedi Blot et al., 2017; Cecchetti & Taboga, 2017; Droes et al., 2017; BCE, 2018). Quindi, il rischio di bolle speculative nei prezzi degli attivi non era una preoccupazione maggiore nell'EA al culmine della ripresa, dopo la crisi internazionale?²⁶⁸

Per affrontare questa domanda, è importante prendere in considerazione tre elementi empirici. Primo, tralasciando una diminuzione severa ma molto breve dei prezzi di azioni e obbligazioni durante marzo 2020, le tendenze nei mercati finanziari dell'EA (e degli Stati Uniti) sono state molto positive e la volatilità finanziaria

²⁶⁸ Blot, C., Hubert, P., Labondance, F. *Does monetary policy generate asset price bubbles?* CRESE Working Papers No. 2017-06;
Cecchetti, S., Taboga, M. *Assessing the risks of asset overvaluation: Models and challenges*. Bank of Italy Working Paper No. 1114, 2017;
Droes, M., van Lamoen, R., & Mattheuassens, S. *Quantitative easing and exuberance in government bond markets, evidence from the ECB's Expanded Asset Purchase Program*. Tinbergen Institute Discussion Paper No. 17–080/IV, 2017.

sorprendentemente bassa negli ultimi 2 anni, nonostante le incertezze sanitarie ed economiche. Questa tendenza può essere spiegata da un secondo e un terzo elemento, strettamente correlati. Il secondo deriva dall'enorme quantità di liquidità nelle mani degli intermediari finanziari dell'EA, delle imprese non finanziarie e delle famiglie. Un eccesso di liquidità caratterizzava già il periodo precedente allo shock pandemico a causa delle UMP prolungate della BCE; tuttavia, la politica monetaria ultra-espansionistica attuata dalla BCE dal marzo 2020 ha indirettamente consentito una crescita drammatica della spesa pubblica a livello nazionale e un conseguente ulteriore aumento della ricchezza finanziaria detenuta dagli agenti europei. Il terzo elemento è dovuto all'allocazione di questa maggiore ricchezza finanziaria. Anche se l'incidenza degli attivi più liquidi nei portafogli finanziari dell'EA ha subito un significativo aumento nel 2020-2021, parte della liquidità aggiuntiva è stata utilizzata per acquistare quegli attivi con rendimenti attesi positivi, ovvero attivi rischiosi.

Riguardo all'allocazione della maggiore ricchezza finanziaria, notiamo che la riduzione dei redditi netti da interessi e la possibilità di rifinanziamento a tassi di interesse negativi da parte della BCE attraverso il TLTROIII hanno reso conveniente per le banche europee “scommettere” sugli aumenti dei prezzi dei mercati finanziari dovuti agli acquisti della BCE nei mercati secondari. Scommesse analoghe sono state fatte dalle compagnie assicurative e dai fondi pensione sui componenti del portafoglio che eccedevano i vincoli di regolamentazione. Infine, le famiglie più ricche hanno perseguito scelte simili per evitare rendimenti nominali negativi o nulli. Queste strategie hanno spinto i principali attori del mercato finanziario europeo ad aumentare il rischio dei loro portafogli e alla sopravvalutazione di molti attivi finanziari. Quindi, anche se il rischio di bolle speculative nei prezzi degli attivi non era così elevato nella seconda parte degli anni 2010, non saremmo pronti a estendere questa conclusione alla situazione che caratterizza l'inizio del 2022.²⁶⁹

La terza preoccupazione è che, aumentando i prezzi degli attivi finanziari, gli APP della BCE possano aver causato effetti indesiderati di redistribuzione del reddito e della ricchezza. È ovvio che gli aumenti dei prezzi dei mercati finanziari favoriscono

²⁶⁹ Mouabbi, S., Sahuc, J. G. *Evaluating the macroeconomic effects of the ECB's unconventional monetary policies*. Journal of Money, Credit and Banking, 51(4), 2019, pp. 831–858.

i detentori di attivi finanziari, che sono concentrati nei decili superiori di reddito e ricchezza. Nell'EA questo effetto “Robin Hood al contrario” avrebbe potuto portare all'allocazione di una parte della ricchezza finanziaria aumentata in ulteriori attivi “reali” (incluso il settore immobiliare) e finanziari, contribuendo così a ulteriori aumenti dei loro prezzi. Inoltre, se protratti per un significativo ma temporaneo lasso di tempo (come sta effettivamente accadendo nell'EA), queste tendenze tendono a implicare effetti distributivi perversi tra le generazioni, poiché i giovani - a differenza degli anziani - devono acquistare attivi per la loro pensione, in modo che la loro futura ricchezza reale sarà negativamente influenzata dagli attuali picchi nei prezzi degli attivi. Infine, i pensionati a basso reddito potrebbero aver subito un'erosione delle loro rendite finanziarie a causa dei tassi di interesse bassi (o addirittura negativi).

Tuttavia, gli APP della BCE potrebbero aver prodotto anche effetti opposti sulle disuguaglianze di reddito e ricchezza per tre motivi. Primo, avendo contribuito alla riduzione dei tassi di interesse a lungo termine, avrebbero potuto favorire le persone con un alto rapporto tra servizio del debito e reddito; e queste persone sono solitamente famiglie a basso reddito. In secondo luogo, il fatto sopra menzionato che - *ceteris paribus* - i prezzi delle case sono stati positivamente influenzati dagli APP della BCE avrebbe potuto favorire la classe media. Nell'EA, una parte significativa del reddito e della ricchezza delle persone di classe media è destinata al servizio dei mutui; quindi, queste persone hanno beneficiato di una riduzione dei tassi dei mutui così come di effetti collaterali e di ricchezza positivi. In terzo luogo, come già detto, le UMP della BCE hanno stimolato l'attività economica e l'occupazione prima dello shock pandemico; inoltre, queste politiche monetarie hanno indirettamente rafforzato la protezione sociale dall'impatto della pandemia sull'attività economica e sulla disoccupazione. Questi effetti macroeconomici sono stati particolarmente positivi per le persone più povere, la cui principale fonte di reddito proviene dai salari e le cui posizioni lavorative sono a bassa qualificazione e, come tali, meno stabili.²⁷⁰

Ne consegue che, sebbene le disuguaglianze non siano un obiettivo per le banche centrali, la BCE avrebbe dovuto tenerne conto come effetto collaterale delle sue

²⁷⁰ Claey's, G., Darvas, Z., Leandro, A., Walsh, T. (2015). *The effects of ultra-loose monetary policies on inequality*. Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2015.

politiche poiché l'aumento delle disuguaglianze può peggiorare l'instabilità economica durante una depressione e può essere dannoso per la crescita a lungo termine e per il tasso di inflazione (Darvas & Wolff, 2014).²⁷¹ Tuttavia, anche nel caso della distribuzione di reddito e ricchezza, è difficile valutare l'impatto netto degli APP della BCE. Le evidenze empiriche mostrano che la crisi pandemica ha aumentato le disuguaglianze sociali e la povertà nell'EA, anche se in misura inferiore rispetto ad altre aree economiche avanzate; tuttavia, è troppo presto per valutare se questi aumenti siano stati attenuati o rafforzati dalla politica monetaria della BCE. A questo proposito, l'unica evidenza empirica disponibile si riferisce agli anni precedenti al Covid-19.

Questa evidenza sostiene che le UMP della BCE hanno avuto un impatto non negativo. Concentrandosi su dati micro dai quattro maggiori paesi dell'EA, Ampudia et al. (2018) evidenziano che gli APP hanno portato a una modesta riduzione della disuguaglianza di reddito, principalmente guidata dal loro impatto sul tasso di disoccupazione delle famiglie a basso reddito. Risultati simili sono ottenuti da Lenza e Slacalek (2018), che trovano che gli APP e i TLTRO hanno compresso la distribuzione del reddito, mentre hanno avuto solo effetti trascurabili sulla disuguaglianza di ricchezza. Risultati simili sono documentati, ad esempio, da Casiraghi et al. (2018) per il caso italiano.

La principale causa di preoccupazione riguardo alle UMP della BCE è il quarto effetto elencato all'inizio di questa sezione: gli APP della BCE e i suoi altri strumenti potrebbero aver confuso la distinzione tra politica monetaria e fiscale e consentito un insieme di politiche fiscali nazionali incompatibili con la corrispondente capacità fiscale nazionale. A questo proposito, è stato sostenuto che gli APP della BCE hanno incoraggiato comportamenti opportunistici da parte dei decisori politici nazionali, ritardato l'attuazione delle riforme strutturali e rallentato gli sforzi per la consolidazione fiscale nei paesi con un enorme debito pubblico.²⁷²

Benigno et al. (2021) mostrano che la posizione restrittiva o neutrale delle politiche fiscali dell'EA nel periodo 2011-2019 ha sovraccaricato il ruolo della BCE: la politica

²⁷¹ Darvas, Z., & Wolff, G. B. *Europe's social problem and its implications for economic growth*. Bruegel Policy Brief No. 2014/03;

²⁷² NAKAMURA, E., & STEINSSON, J., *Identification in Macroeconomics*, Journal of Economic Perspectives, 32(3), 59-86, 2018.

monetaria è rimasta l'“unico gioco in città”, così che le relazioni tra politiche fiscali e monetarie nell'EA sono state caratterizzate da dominanza fiscale e finanziaria. Quindi, siamo pronti a riconoscere che l'indipendenza della BCE è stata seriamente minacciata prima dello shock pandemico; e che, nonostante il nuovo e più equilibrato “mix di politiche” raggiunto nell'EA negli ultimi anni (2020 e 2021), la dominanza fiscale e finanziaria potrebbe riprendere il centro della scena nel periodo post-pandemico.

Da un punto di vista teorico, il confine tra politica monetaria e fiscale si confonderebbe se le decisioni di politica monetaria non fossero ispirate dalla necessità di avere meccanismi di trasmissione che funzionino correttamente. A questo proposito, è vero che gli APP possono avere un impatto di condivisione del rischio (anche se limitato e temporaneo) e possono, quindi, produrre un “bene pubblico” nell'EA. Tuttavia, questi risultati non occupano impropriamente lo spazio delle politiche fiscali; mirano semplicemente a trasmettere gli impulsi monetari all'economia reale riducendo il rischio di accaparramento bancario e di nuove forme di “trappola della liquidità”. Gli APP enfatizzano quindi la complementarità tra politiche monetarie e fiscali, nel senso che l'efficacia della politica monetaria è una condizione essenziale per una politica fiscale nazionale efficiente.²⁷³

Riducendo l'incertezza della dinamica dei prezzi nel 2014, gli APP della BCE hanno rafforzato la fiducia dei diversi agenti riguardo all'evoluzione dell'economia europea e migliorato il consenso politico riguardo all'attuazione delle riforme (Visco, 2015). Come chiarito da Corsetti et al. (2006), questo risultato si applica specificamente alle fasi economiche negative attraverso il canale della fiducia: evitando crisi del debito sovrano auto-realizzantesi e spirali deflazionistiche, una UMP espansionistica è più probabile che sostenga piuttosto che disincentivi l'attuazione delle riforme nazionali aumentandone i benefici attesi. Ne consegue che, in un'unione monetaria, questa UMP tende a sostenere gli sforzi volti a consolidare i bilanci fiscali di alcuni membri perché opera come una sorta di meccanismo di condivisione del rischio riducendo la probabilità di contagio ed effetti domino (Canofari) Lungo queste linee, le evidenze

²⁷³ MODY, A. *Euro Tragedy: A Drama in Nine Acts*, Oxford University Press, 2018.

empiriche mostrano che lo spostamento verso il basso della struttura dei tassi di interesse tendeva a promuovere riforme nazionali nel periodo successivo alla crisi internazionale (Dias Da Silva et al., 2017).²⁷⁴ Questa evidenza è rafforzata dal meccanismo opposto: la mancanza di riforme ha aumentato la probabilità di crisi del debito sovrano e ha richiesto aggiustamenti della politica monetaria e fiscale con enormi potenziali costi (ad es., Del Giovane et al., 2017; Neri & Ropele, 2015).²⁷⁵

2.i Il programma di acquisto PEPP

La diffusione del COVID-19 e le misure di salute pubblica progettate per contenerlo hanno distrutto la fiducia del mercato nel marzo 2020. Gli investitori, alla ricerca di attivi privi di rischio, hanno contribuito all'aumento dei rendimenti man mano che la liquidità evaporava in tutto il sistema finanziario (Lane 2020).

Il 18 marzo 2020, la BCE ha risposto svelando il Programma di Acquisto di Emergenza Pandemica (PEPP). Con il PEPP, la BCE e le 19 banche centrali nazionali (BCN; collettivamente, l'Eurosistema) hanno acquistato titoli emessi nella zona euro o garantiti da attivi della zona euro e li hanno detenuti fino alla scadenza. Il programma seguiva la struttura e i criteri di ammissibilità del Programma di Acquisto di Attivi (APP), trattato precedentemente. Quando la pandemia si è diffusa, infatti, il Consiglio direttivo della BCE ha optato per creare un nuovo programma invece di estendere ed ampliare l'APP.

Sebbene il PEPP acquistasse praticamente gli stessi attivi dell'APP, ha dato all'Eurosistema maggiore flessibilità nell'allocazione dei fondi e un più ampio range di scadenze che poteva acquistare. La capacità di modificare il portafoglio del PEPP era

²⁷⁴ Dias Da Silva, A., Givone, A., Sondemann, D. *When do countries implement structural reforms?* ECB Working Paper No. 2078, 2017.

Canofari, P., Di Bartolomeo, G., Messori, M. *Sovereign debt crisis, fiscal consolidation, and active central bankers in a monetary union.* SEP Working Paper No. 14/2019.

²⁷⁵ Del Giovane, P., Nobili, A., Signoretti, F. M. *Assessing the sources of credit supply tightening: Was the sovereign debt crisis different from Lehman?* International Journal of Central Banking, 13, 2017, pp. 197–234.

Neri, S., Ropele, T. *The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area.* Bank of Italy Working Paper No. 1007, 2015.

importante perché la crisi COVID-19 ha portato più incertezza rispetto al periodo successivo alla Grande Crisi Finanziaria (GFC) (Blot, Creel e Hubert 2020). Quando il COVID-19 si è diffuso per la prima volta nel marzo 2020, la BCE non era sicura dei rischi che si prospettavano. I funzionari temevano che la pandemia avrebbe colpito in modo diverso il sistema sanitario e l'economia di ogni paese, creando ulteriore turbolenza finanziaria (Lane 2020).²⁷⁶ Questa preoccupazione contrastava con la preoccupazione dei responsabili politici per la disinflazione in tutta la zona euro dopo la GFC. Entrambi i programmi servivano il mandato di stabilità dei prezzi della BCE, ma combattevano minacce alla stabilità dei prezzi da direzioni diverse. Gli attivi ammissibili per il PEPP si sono ampliati rispetto all'APP in due modi chiave. Primo, il PEPP poteva acquistare debiti emessi o garantiti dalla Grecia anche se il rating di credito della Grecia era al di sotto degli standard del PEPP per i titoli del settore pubblico. Nel periodo successivo, lo spread tra i rendimenti greci e tedeschi è sceso al livello più basso dal 2008, prima che la Grecia affrontasse le crisi del debito sovrano e della zona euro (OCSE 2007-2021). Secondo, il PEPP poteva acquistare titoli con scadenze residue brevi come 70 giorni - 28 giorni per la carta commerciale - e fino a sei mesi. Questo ha ampliato il pool di titoli ammissibili per l'acquisto oltre a quelli dell'APP, sebbene i suoi effetti non siano stati ben studiati. I restanti criteri di ammissibilità sono rimasti invariati rispetto a quelli dell'APP.

Il PEPP richiedeva risorse enormi per raggiungere tali obiettivi. Il suo annuncio prevedeva un'autorità di 750 miliardi di EUR (825 miliardi di USD), ma, poiché la pandemia continuava a danneggiare le economie, il Consiglio direttivo ha esteso il lasso di tempo per gli acquisti e i reinvestimenti e aumentato la sua autorità complessiva, prima a 1,35 trilioni di EUR e poi a 1,85 trilioni di EUR. Per evitare il tipo di fluttuazioni di liquidità inaspettate che il PEPP intendeva prevenire, l'Eurosistema ha acquistato titoli a un ritmo costante, a febbraio 2022, l'Eurosistema aveva acquistato titoli del PEPP per 1,65 trilioni di EUR. Quando la BCE ha ampliato le dimensioni del PEPP, ha poi anche esteso la sua durata: da una data di fine iniziale

²⁷⁶ (Lane 2020) Lane, Philip R. *The Pandemic Emergency: The Three Challenges for the ECB*. Slides presented at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 27, 2020.

Presentation by ECB vice president describing the ECB's response to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/1960>.

a dicembre 2020, la BCE ha fissato marzo 2022 per i suoi acquisti finali, con i dividendi reinvestiti fino alla fine del 2023.²⁷⁷

Il comunicato stampa che annunciava il PEPP citava “i seri rischi per la trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l'area euro posti dall'insorgere e dalla diffusione in escalation del coronavirus” (BCE 2020). Con il PEPP, la BCE si è data la possibilità di acquistare debito sovrano greco e attivi con scadenze molto brevi e lunghe. Gli acquisti di PEPP del debito sovrano di un paese potevano anche superare i limiti stabiliti dalla BCE nel “chiave di capitale” dell'Eurosistema. Questa flessibilità era assente nell'APP ed era il motivo per cui il PEPP è stato creato.

La flessibilità era richiesta a causa dell'incertezza causata dal COVID-19 e a causa delle differenze nelle economie dell'area euro che l'APP non era attrezzato per affrontare. I ricercatori avevano avvertito della frammentazione del mercato - in cui l'accesso al credito divergeva tra i paesi dell'area euro, aumentando gli spread tra attivi fondamentalmente simili e minacciando la trasmissione della politica monetaria della BCE - diversi anni prima dell'annuncio del PEPP (Berenberg-Gossler et al. 2016). La Presidente della BCE, Christine Lagarde (2020), ha detto che il COVID-19 ha causato preoccupazioni sulla frammentazione che si sono diffuse. Il PEPP poteva rispondere alla frammentazione in mercati particolari variando gli acquisti tra scadenze e classi di attivi. Il programma poteva anche indirizzare le differenze tra le economie dell'area euro acquistando relativamente più o meno debito di un paese.

Come mostrato nella Figura 1, gli investitori hanno abbandonato gli attivi delle economie più deboli dell'area euro a favore di quelle più forti con l'esplosione del COVID-19. La fuga verso la sicurezza degli investitori durante una crisi come la pandemia ha una “dimensione geografica” perché l'unione monetaria europea mancava di un attivo sicuro comune (Lane 2020). Di conseguenza, i rendimenti sui sovrani dell'area euro con rating più basso, come la Grecia, sono aumentati, mentre i

²⁷⁷ (Schnabel 2021) Schnabel, Isabel. *The ECB's Policy Response to the COVID-19 Pandemic*. Slides presented at the Booth School of Business, University of Chicago, February 18, 2021. Presentation by ECB vice president describing the package of policies it used to respond to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19602>.

(Benigno, Canofari, Bartolomeo, and Messori 2020) Benigno, Pierpaolo, Paolo Canofari, Giovanni Di Bartolomeo, and Marcello Messori. September 2020. *Theory, Evidence, and Risks of the ECB's Asset Purchase Programme*. In-Depth Analysis PE 652.746. Monetary Dialogue Papers. Study discussing the economic theory behind, and the evidence of, the APP and PEPP. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/theory-evidence-and-risks-ecbs-asset-purchase-program>

rendimenti sui sovrani dell'area euro con rating più alto, come la Germania, sono rimasti stabili.

La strategia generale del PEPP come programma di acquisto di attivi su larga scala si basava sulla teoria secondo cui i rendimenti sarebbero diminuiti se tutto il resto fosse rimasto uguale, e che questa domanda si sarebbe riversata in altri mercati, abbassando i rendimenti attraverso i mercati (Benigno et al. 2020).²⁷⁸ Il PEPP rendeva anche disponibili i titoli per il prestito, permettendo all'Eurosistema di creare un mercato di titoli se i mercati privati subivano dislocazioni (BCE 2021e; BCE/2020/17 2020, art. 7). Entrambe queste caratteristiche erano condivise con l'APP.

Tuttavia, gli obiettivi del PEPP e dell'APP erano diversi. Mentre la BCE ha istituito l'APP per condurre l'allentamento quantitativo e combattere le persistenti previsioni deflazionistiche per l'area euro, ha istituito il PEPP per affrontare il rischio di vendite forzate poiché gli investitori si affrettavano a vendere attivi durante un momento calamitoso, secondo un membro del Comitato esecutivo della BCE (Blot, Creel e Hubert 2020; Lane 2020)²⁷⁹.

²⁷⁸ (Benigno, Canofari, Bartolomeo, and Messori 2020) Benigno, Pierpaolo, Paolo Canofari, Giovanni Di Bartolomeo, and Marcello Messori. *Theory, Evidence, and Risks of the ECB's Asset Purchase Programme*. In-Depth Analysis PE 652.746, 2020, Monetary Dialogue Papers.

Study discussing the economic theory behind, and the evidence of, the APP and PEPP.

<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/theory-evidence-and-risks-ecbs-asset-purchase-program>.

(Berenberg-Gossler, Enderlein, Fiedler, Gern, Raddant, Stolzenburg, Blot, et al. 2016) Berenberg-Gossler, Paul, Henrik Enderlein, Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern, Matthias Raddant, Ulrich Stolzenburg, Christophe Blot, et al. September 26, 2016. *Financial Market Fragmentation in the Euro Area: State of Play*. In-Depth Analysis PE 587.314. Monetary Dialogue Papers.

Analysis requested by the European Parliament's Monetary Expert Panel assessing the risks of financial fragmentation. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19580>.

²⁷⁹ (Blot, Creel, and Hubert 2020) Blot, Christophe, Jérôme Creel, and Paul Hubert. September 30, 2020. *APP vs PEPP: Similar, But with Different Rationales*. Study PE 652.743. Policy

Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, 2020;

Paper analyzing the PEPP's role preventing the fragmentation of eurozone economies.

<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>.

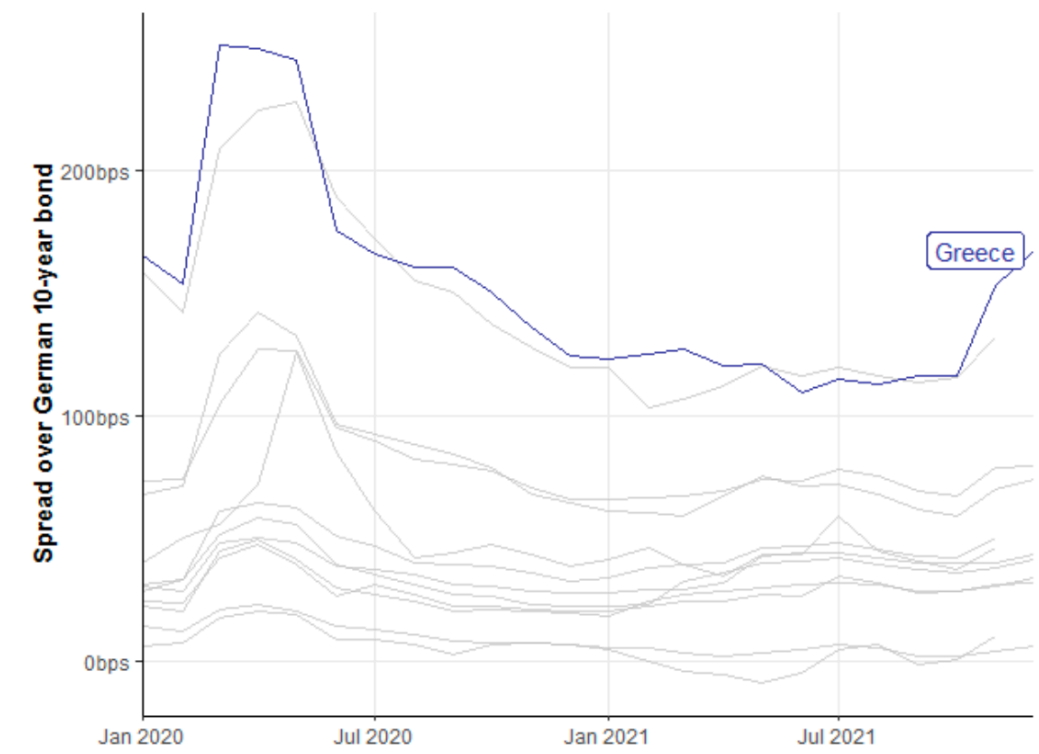
(ECB 2021f) European Central Bank (ECB). March 11, 2021. "Monetary Policy Decisions." Press Release. Press release describing policy rate cut as a response to COVID-19.

<https://ypfs.som.yale.edu/node/19613>.

(OECD 2007–2021) Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). 2007–2021. "Long-Term Government Bond Yields: 10-Year." Main Economic Indicators. IRLTLT01[XX]M156N. Federal Reserve Economic Data (FRED). Monthly data recording the yields of 10-year government bonds issued by selected eurozone countries; each series identifier can be constructed using ISO-3166-1 alpha-2 codes. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19617>.

(Arnold and Stubbington 2020) Arnold, Martin, and Tommy Stubbington. March 26, 2020. "ECB Shakes off Limits on New €750bn Bond Buying Plan." Financial Times. Frankfurt. Article analyzing the

Nel marzo 2020, la BCE ha annunciato anche che avrebbe espanso l'APP alla luce della pandemia, rendendo idonei all'acquisto i titoli commerciali non finanziari (Lane 2020). Al di fuori dei programmi di liquidità di mercato, la BCE ha riattivato le linee di swap valutario con la Federal Reserve, che sono state un elemento chiave della sua risposta alla Crisi Finanziaria Globale (Runkel 2022). Inoltre, la BCE ha ampliato altri programmi di prestito come le sue operazioni di mercato aperto e le Operazioni di Rifinanziamento TLTRO.



La decisione che ha istituito il PEPP è stata approvata dal Consiglio Direttivo della BCE, composto dal governatore di ogni BCN e dal Direttorio Esecutivo della BCE composto da sei membri: il Presidente, il Vicepresidente e altri quattro membri (Unione Europea 1992, sez. 10–11). La decisione di stabilire il PEPP obbligava la BCE a pubblicare ogni settimana il valore contabile aggregato, gli acquisti netti e gli acquisti

unannounced change removing the purchase limits on public-sector securities.
<https://ypfs.som.yale.edu/node/19619>.

netti cumulativi ogni mese, oltre al valore contabile dei titoli detenuti ogni settimana (BCE/2020/17, art. 6).²⁸⁰

Il Consiglio Direttivo ha delegato al comitato esecutivo l'autorità di “definire il ritmo e la composizione appropriati degli acquisti mensili del PEPP” (BCE/2020/17 2020, art. 5). Il comitato esecutivo poteva scegliere da quali classi di attivi e paesi il PEPP effettuava gli acquisti. Tutte le banche centrali dell'Eurosistema hanno acquistato titoli del PEPP, inclusi i titoli del settore pubblico dei rispettivi stati membri, e non ci sono documenti che indichino che le banche centrali abbiano impiegato società esterne per valutare gli attivi. Prima dell'annuncio del PEPP, la Presidente della BCE Christine Lagarde (2020) aveva affermato che il Consiglio Direttivo “non era qui per chiudere gli spread”.²⁸¹ I rendimenti sui debiti della zona euro sono schizzati in alto dopo il commento, con i sovrani della zona euro con il rating più basso che hanno visto i maggiori picchi di volatilità e rendimento (Reuters 2020; OCSE 2007–2021). Successivamente, Lagarde ha ritrattato la dichiarazione, affermando che la banca centrale era “pienamente impegnata a [evitare] qualsiasi frammentazione” (Reuters 2020). Un rapporto al Parlamento Europeo ha affermato che era “ragionevole pensare che l'attuazione di questo programma fosse, se non dovuta, almeno anticipata a causa del commento della Presidente Lagarde” (Blot, Creel e Hubert 2020). Anche i mercati sembravano reagire all'annuncio del PEPP, poiché la volatilità del debito sovrano - mostrata nella Figura 4 - diminuiva per molti titoli della zona euro (Blot, Creel e Hubert 2020).²⁸² I primi annunci della BCE consistevano in comunicati stampa, decisioni pubblicate sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea e conferenze stampa per spiegare i termini del PEPP e il suo scopo. Altre comunicazioni del PEPP non

²⁸⁰ Schnabel, Isabel. February 18, 2021. “*The ECB’s Policy Response to the COVID-19 Pandemic.*” Slides presented at the Booth School of Business, University of Chicago, February 18, 2021. Presentation by ECB vice president describing the package of policies it used to respond to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19602>.

²⁸¹ (Lagarde and de Guindos 2020) Lagarde, Christine, and Luis de Guindos. March 12, 2020. Questions and answers. Questions and answers presented at the European Central Bank, Frankfurt am Main, March 12. Journalists’ questions before the PEPP was announced; ECB President Lagarde said that the Governing Council was “not here to close spreads.” <https://ypfs.som.yale.edu/node/19599>

²⁸² Blot, Christophe, Jérôme Creel, and Paul Hubert. September 30, 2020. “*APP vs PEPP: Similar, But With Different Rationales.*” Study PE 652.743. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies.

Paper analyzing the PEPP’s role preventing the fragmentation of eurozone economies. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>

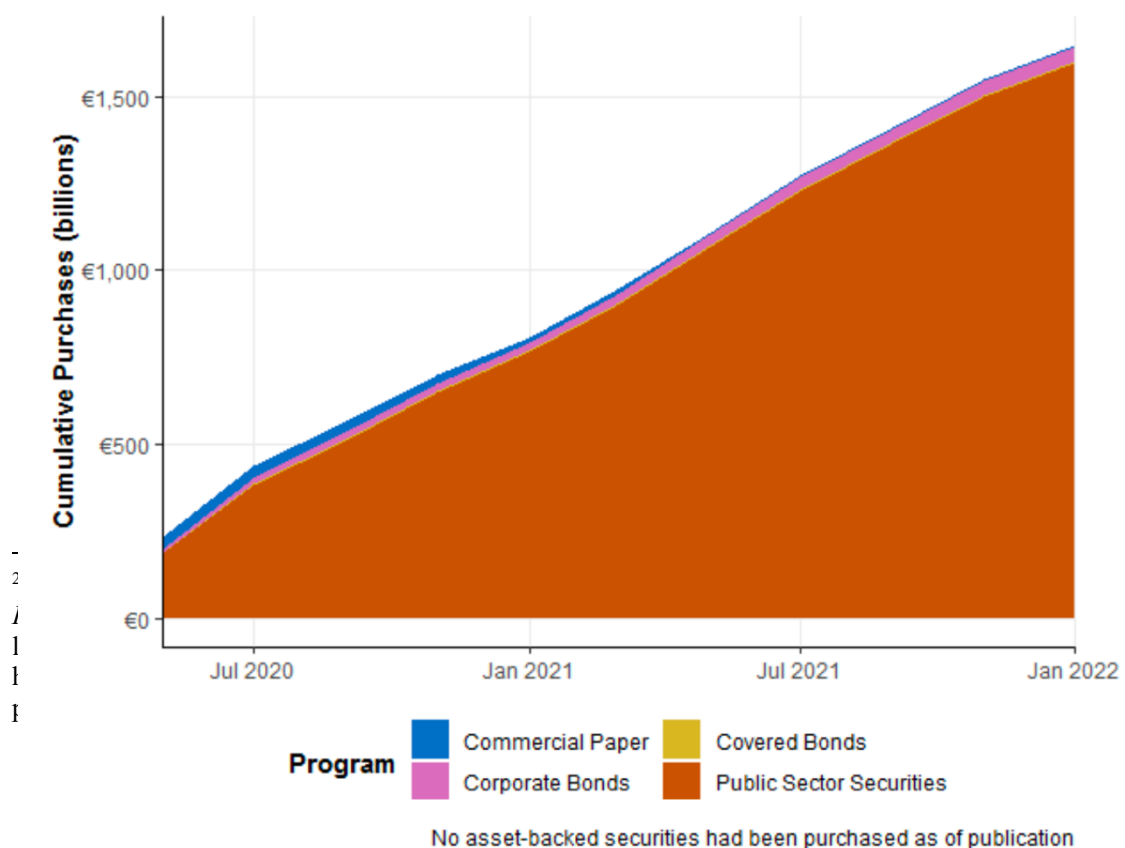
sembravano causare effetti esplosivi sui mercati. I membri del Direttorio Esecutivo della BCE hanno spiegato il PEPP in discorsi virtuali e nel blog della BCE (Schnabel 2021; Lane 2020).²⁸³ Queste piattaforme hanno anche permesso ai responsabili politici di descrivere le attività del programma.

La decisione che istituiva il PEPP richiedeva alla BCE di pubblicare ogni settimana il valore contabile aggregato, gli acquisti netti e gli acquisti netti cumulativi ogni mese, e il valore contabile dei titoli detenuti ogni settimana (BCE/2020/17 2020, art. 6). La BCE ha superato tali requisiti pubblicando ogni due mesi il dettaglio degli attivi per classe di asset e, per il PSPP, il dettaglio degli emittenti (BCE 2020). Queste divulgazioni non erano richieste dalla decisione della BCE che creava il PEPP o da alcuna legislazione. La decisione originale della BCE autorizzava 750 miliardi di EUR per il PEPP (BCE/2020/17 2020, art. 1). Dopo che divenne chiaro che la pandemia avrebbe continuato a danneggiare le economie europee e le proiezioni sull'inflazione si abbassarono (BCE 2021), nel giugno 2020 la BCE (BCE 2020) ha espanso il PEPP a 1,35 trilioni di EUR per rafforzare gli effetti della sua politica monetaria accomodante. Nel marzo 2021, la BCE ha ulteriormente ampliato il PEPP a 1,85 trilioni di EUR e si è impegnata ad accelerare gli acquisti (BCE 2021). Nell'attuare questa politica, le BCN hanno acquistato titoli gradualmente anziché tutti in una volta. Le procedure precedenti dell'APP suggeriscono che “il personale dell'Eurosistema ha valutato regolarmente gli indicatori di liquidità del mercato obbligazionario” per evitare effetti distorsivi di acquisti così ingenti (Hammermann et al. 2019).

²⁸³ Lane, Philip R. *The Market Stabilisation Role of the Pandemic Emergency Purchase Programme*. European Central Bank (blog), 2020.
Blog post articulating the purpose of the PEPP distinct from the macroeconomic objectives of the APP. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19600>.
Schnabel, Isabel. February 18, 2021. *The ECB's Policy Response to the COVID-19 Pandemic*. Slides presented at the Booth School of Business, University of Chicago, February 18.
Presentation by ECB vice president describing the package of policies it used to respond to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19602>.

A febbraio 2022, il PEPP ha acquistato attivi ammissibili per un valore di 1,6 trilioni di EUR (BCE 2020). Il Direttorio Esecutivo ha acquistato principalmente titoli del settore pubblico, alcuni titoli commerciali e obbligazioni societarie, ma pochissimi covered bond e nessun titolo cartolarizzato, come mostrato nella figura 2 (BCE 2020). L'Eurosistema ha finanziato gli acquisti di attivi espandendo i bilanci delle banche centrali. Quando una banca centrale acquistava titoli nell'ambito dell'APP, quella banca centrale accreditava il conto riserva della banca collegata a quel particolare titolo; seguendo la Decisione 2020/440, lo stesso si applicava agli acquisti del PEPP (BCE 2017). La BCE ha acquistato solo il 10% dei titoli del settore pubblico che sono stati acquistati nell'ambito del programma; le BCN hanno acquistato il resto del debito del loro rispettivo stato membro (BCE/2020/9 art. 6).²⁸⁴

Il Consiglio Direttivo si è impegnato affinché le banche centrali dell'Eurosistema reinvestissero il capitale dei titoli del PEPP in scadenza (BCE 2021). L'Eurosistema condivideva tutti i rischi di default dei titoli del settore privato e il 20% dei default dei titoli del settore pubblico (BCE, n.d.). Questo significava che se questi titoli subivano perdite, tutte le perdite dei titoli del settore privato sarebbero state divise tra le banche centrali dell'Eurosistema secondo la chiave di capitale dell'Eurosistema, mentre solo le perdite dal 20% degli acquisti del settore pubblico sarebbero state divise.



I criteri di ammissibilità per le controparti del PEPP erano stabiliti da decisioni precedenti che istituivano l'APP e i suoi programmi componenti. Tutti i programmi potevano effettuare transazioni con istituzioni ammissibili per operazioni di politica monetaria e gestori d'investimento incaricati di portafogli delle banche centrali dell'Eurosistema (BCE/2014/45, art. 4; BCE/2016/16, art. 6; BCE/2020/8, art. 4; BCE/2020/9, art. 7). Il Consiglio Direttivo poteva anche designare altre entità per transazioni nette nell'ambito dell'ABSPP dopo che la BCE aveva condotto una valutazione del rischio della controparte (BCE/2014/45 2015, art. 4). Le istituzioni erano ammissibili per operazioni di politica monetaria se erano soggette a requisiti di riserva, erano finanziariamente solide, erano soggette a supervisione da parte di un'autorità dell'UE o dello Spazio Economico Europeo e se soddisfacevano eventuali requisiti specifici della BCN con cui intendevano effettuare transazioni (BCE 2006, cap. 2.1).

In totale, le banche centrali dell'Eurosistema cercavano un gran numero di controparti (l'APP ne aveva utilizzate più di 350; Hammermann et al. 2019). Avdjiev, Everett e Shin (2019) hanno riferito che gli investitori al di fuori della zona euro, e in gran parte nel Regno Unito, erano responsabili della metà delle vendite dell'APP. Distribuire gli acquisti nel tempo riduceva le distorsioni sui segmenti del mercato obbligazionario e facilitava il raggiungimento di segmenti di mercato difficili da raggiungere (Hammermann et al. 2019).²⁸⁵

Le banche centrali nazionali sembravano seguire le loro procedure di acquisto di attivi esistenti per implementare il PEPP (BCE/2020/17 2020, premessa). La maggior parte degli acquisti APP vedeva i venditori accedere a una struttura permanente presso la loro BCN designata. Queste strutture effettuavano scambi bilaterali, per i quali la BCN accettava il miglior prezzo quotato dalle sue controparti in telefonate e su piattaforme

²⁸⁵ Avdjiev, Stefan, Mary Everett, and Hyun Song Shin. *Following the Imprint of the ECB's Asset Purchase Programme on Global Bond and Deposit Flows.* BIS Quarterly Review, March, 2019, pp. 69–81.

Journal article describing the residency of APP counterparties.

<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/following-imprint-ecbs-asset-purchase-programme-global-bond-and-deposit-flows>.

Blot, Christophe, Jérôme Creel, Paul Hubert. September 30, 2020. "APP vs PEPP: Similar, But With Different Rationales." Study PE 652.743. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Paper analyzing the PEPP's role preventing the fragmentation of eurozone economies. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>

di trading elettronico. Il trading bilaterale permetteva alle BCN di gestire la “liquidità e l'eterogeneità” delle varie giurisdizioni dell'area euro (Hammermann et al. 2019).

La Banque de France, la De Nederlandsche Bank (DNB) e la Lietuvos Bankas hanno sperimentato per la prima volta le aste al contrario per il PSPP nel 2015 insieme alle loro strutture permanenti (Hammermann et al. 2019, box 1). Nel 2016, la Banca Centrale di Malta ha iniziato a condurre aste al contrario di titoli del settore pubblico (BCE 2021). L'Eurosistema ha approvato il loro utilizzo nei mercati obbligazionari illiquidi, dove il trading bilaterale rischiava di valutare erroneamente gli attivi.

La DNB ha spiegato in dettaglio il suo processo di asta sul suo sito web. Ha condotto aste al contrario a tasso variabile per titoli olandesi emessi sul mercato secondario. Ha annunciato le aste tramite Bloomberg due giorni prima di un'operazione. In un annuncio, elencava quali titoli erano ammissibili per l'asta imminente e offriva l'opzione di transigere bilateralmente con i dealer per i titoli non specificati dalla DNB. Durante le aste, ogni controparte aveva 20 minuti per inviare tramite Bloomberg fino a cinque coppie di importi e prezzi per l'ISIN del titolo, un identificatore unico. La DNB assegnava gli acquisti classificando le offerte rispetto a “una curva teorica dei rendimenti”.²⁸⁶

L'implementazione del PEPP era decentralizzata e seguiva le procedure APP esistenti (BCE/2020/17 2020, premessa). Ciò significava che la BCE e ciascuna delle 19 BCN potevano utilizzare sistemi e processi diversi per acquistare titoli ammissibili. Tuttavia, secondo i quadri dell'APP, non ogni banca centrale acquistava ogni titolo. L'intero Eurosistema acquistava titoli del settore pubblico, ma solo sei BCN acquistavano debito aziendale, e solo quattro acquistavano titoli cartolarizzati. Per il CSPP, la Nationale Bank van Belgie, la Deutsche Bundesbank, il Banco de España, la Finlands Bank, la Banque de France e la Banca d'Italia acquistavano debito aziendale per conto dell'area euro (BCE 2021d). Cinque di queste sei acquistavano anche titoli cartolarizzati—la DNB sostituiva la Finlands Bank. Il divieto APP di acquistare titoli del settore pubblico appena emessi sul mercato primario si applicava anche al PEPP

²⁸⁶ (ECB/2020/8 2020) Decision (EU) 2020/187 of the European Central Bank of 3 February 2020 on the Implementation of the Third Covered Bond Purchase Programme (Recast). February 12, 2020. 039 OJ L. ECB: 32020D0187. Most recent decision renewing the CBPP3 and setting eligibility criteria. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19609>

(BCE/2020/9, art. 4; BCE/2016/16, art. 1).²⁸⁷ Queste regole cercavano di garantire che le banche centrali non si impegnassero in finanziamenti monetari, che erano vietati dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ([1957] 2012, art. 123). I programmi del settore privato potevano acquistare sia sul mercato primario che su quello secondario (Hammermann).²⁸⁸

Una chiara differenza rispetto all'APP era che il PEPP rendeva anche ammissibile il debito sovrano della Grecia (BCE/2020/17 2020, art. 3). La legislazione di istituzione affermava che, dato che la BCE aveva una visione più chiara della situazione della Grecia, poteva monitorare più attentamente le condizioni lì per eventuali effetti negativi sul resto dell'area euro. La Grecia era stata sottoposta a una “sorveglianza rafforzata” da parte della BCE a causa delle crisi finanziarie interne all'inizio degli anni 2010 (BCE/2020/17, premessa). Il debito greco era stato oggetto di controversie dal 2010, quando il paese aveva chiesto il primo di tre salvataggi dai creditori internazionali e il suo rating di credito era sceso al di sotto del Livello 3 della Scala di Qualità del Credito dell'UE (Valutazioni di Credito della Grecia, n.d.; C/2016/6447; vedere Runkel 2022).²⁸⁹

Nel marzo 2020, i titoli di stato greci non soddisfacevano ancora i requisiti di qualità del credito del PSPP; il suo rating a lungo termine di Fitch di BB si trovava nel Livello di Qualità del Credito 4 (Valutazioni Fitch, n.d.). Per questo motivo, il PSPP non ammetteva il debito greco (BCE/2020/9 2020, art. 3). Ma la BCE ha rinunciato ai requisiti di rating di credito per il debito emesso dalla Grecia, citando gli effetti della

²⁸⁷ Smith, Ariel. *The European Central Bank's Covered Bond Purchase Programs I and II*. Journal of Financial Crises, Market Liquidity 2 (3), 2020, pp. 382–404.

YPFS case study reviewing the ECB's CBPP1 and CBPP2. <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol2/iss3/16>.

²⁸⁸ (ECB, n.d.) European Central Bank (ECB). No date. “*Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) Questions & Answers*.” Accessed April 19, 2021.

FAQs detailing specific terms and exemptions of the PEPP's rules. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19594> (Fitch Ratings, n.d.) Fitch Ratings. No date. “Greece Credit Ratings.” Accessed June 30, 2021. Web page showing credit ratings for Greek sovereign debt. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19616>.

²⁸⁹ Runkel, Corey N. 2022. *Greece Emergency Liquidity Assistance*. Journal of Financial Crises 4, No. 2. YPFS case study reviewing the Bank of Greece's (and the ECB's) Emergency Liquidity Assistance. <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/>.

(Avdjiev, Everett, and Shin 2019) Avdjiev, Stefan, Mary Everett, and Hyun Song Shin. March 5, 2019. “*Following the Imprint of the ECB's Asset Purchase Programme on Global Bond and Deposit Flows*.” BIS Quarterly Review, March, 69–81. Journal article describing the residency of APP counterparties. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/following-imprint-ecbs-asset-purchase-programme-global-bond-and-deposit-flows>

pandemia sui mercati finanziari greci, gli effetti a catena di un default greco e la capacità della BCE di giudicare la situazione a causa del suo coinvolgimento straordinario nell'economia greca (BCE/2020/17). Tuttavia, la decisione potrebbe invece essere stata più legata alle paure sugli effetti della pandemia sulla Grecia che agli effetti della Grecia sull'area euro. Prima della pandemia di COVID-19, la BCE aveva creato esenzioni simili consentendo alle banche di presentare il debito greco come collaterale nelle operazioni di rifinanziamento (vedere Runkel 2022). Seguendo l'ABSPP, il PEPP non poteva acquistare più del 70% di una tranche di titoli cartolarizzati, come indicato dal suo Numero di Identificazione Internazionale dei Valori Mobiliari (ISIN) (BCE/2014/45 2015, art. 5). Seguendo il CSPP, il PEPP non poteva acquistare più del 70% di qualsiasi ISIN per obbligazioni societarie, escludendo le obbligazioni societarie del settore pubblico (BCE/2016/16, art. 4). Seguendo il CBPP3, il PEPP non poteva acquistare titoli che - quando raggruppati con le partecipazioni di CBPP1 e CBPP2 - ammontavano a più del 70% di un ISIN (BCE/2020/8, art. 3).²⁹⁰

Nel PSPP, le decisioni della BCE limitavano la quantità di qualsiasi titolo che una banca centrale nazionale poteva acquistare al 33% di una singola emissione da parte di un paese sottoposto a un programma di aggiustamento economico amministrato dalla BCE, o al 50% di una singola emissione da parte di una banca di sviluppo multilaterale o di un'istituzione finanziaria internazionale. Inoltre, gli acquisti seguivano la chiave di capitale della BCE, imponendo rigidi rapporti sulla quantità che l'Eurosistema poteva acquistare del debito di uno stato membro rispetto agli acquisti del debito di un altro stato membro (BCE/2020, art. 6). Questi regolamenti limitavano la capacità della BCE di ridurre gli spread tra i debiti sovrani emessi dai paesi con rating più basso e il debito tedesco costantemente con rating elevato.²⁹¹

²⁹⁰ European Central Bank (ECB). *Base Money, Broad Money and the APP.*

ECB Economic Bulletin, Boxes, no. 6: 62–65. Note describing money-supply fluctuations and the settlement system of the APP, 2017;

<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/base-money-broad-money-and-app>.

²⁹¹ Blot, Christophe, Jérôme, Creel, Paul, Hubert. *APP vs PEPP: Similar, But with Different Rationales*. Study PE 652.743, 2020. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Paper analyzing the PEPP's role preventing the fragmentation of eurozone economies. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>

La BCE ha eliminato tali limiti nel PEPP (BCE/2020/17 art. 4). La decisione è seguita a un picco nei rendimenti del debito greco dopo che la presidente della BCE Christine Lagarde (2020) ha detto, in risposta a una domanda di un giornalista, che il Consiglio Direttivo “non è qui per chiudere gli spread”, che “non è la funzione o la missione della BCE”.²⁹² Gli acquisti di titoli del settore pubblico erano guidati, ma non limitati, dalle dimensioni relative delle economie dell'area euro, codificate nella chiave di capitale dell'Eurosistema. Ciò significava che il rapporto degli acquisti di debito sovrano di una BCN rispetto al totale degli acquisti di debito sovrano del PEPP poteva variare durante il programma purché i rapporti convergessero alle percentuali della chiave di capitale alla data di fine del programma.

In teoria, la Banca di Grecia poteva acquistare l'intero importo del debito sovrano autorizzato nelle fasi iniziali del PEPP purché la sua percentuale del totale degli acquisti del settore pubblico tornasse al 2,47% entro la fine del PEPP. Al contrario, l'APP richiedeva che le banche centrali nazionali effettuassero acquisti in linea con la chiave di capitale. Continuando con l'esempio, quando la BCE aumentava l'importo autorizzato nell'ambito dell'APP, la Banca di Grecia avrebbe acquistato il 2,47% dell'importo aumentato. L'eliminazione di queste restrizioni - che gli acquisti fossero effettuati in linea con la chiave di capitale e che il PEPP potesse acquistare non più del 33% di un'unica emissione di un singolo stato membro - ha alimentato timori che il PEPP avrebbe sostenuto gli stati membri in difficoltà (Arnold e Stubbington 2020).

Inoltre, i membri dell'area euro avevano emesso grandi quantità di debito sovrano durante il COVID-19. Un funzionario della BCE ha sostenuto che la flessibilità del PEPP gli ha permesso di stabilizzare i mercati quando i paesi hanno emesso grandi quantità di debito (Lane 2020). Lagarde (2020) ha affermato che le chiavi di capitale sono i benchmark. La flessibilità è il principio chiave che distingue il PEPP dagli altri. Non permetteremo mai che la convergenza delle chiavi di capitale, che avverrà in una certa fase, pregiudichi l'efficacia della politica monetaria che dobbiamo dispiegare²⁹³.

²⁹² Lagarde, Christine, and Luis de Guindos. March 12, 2020.

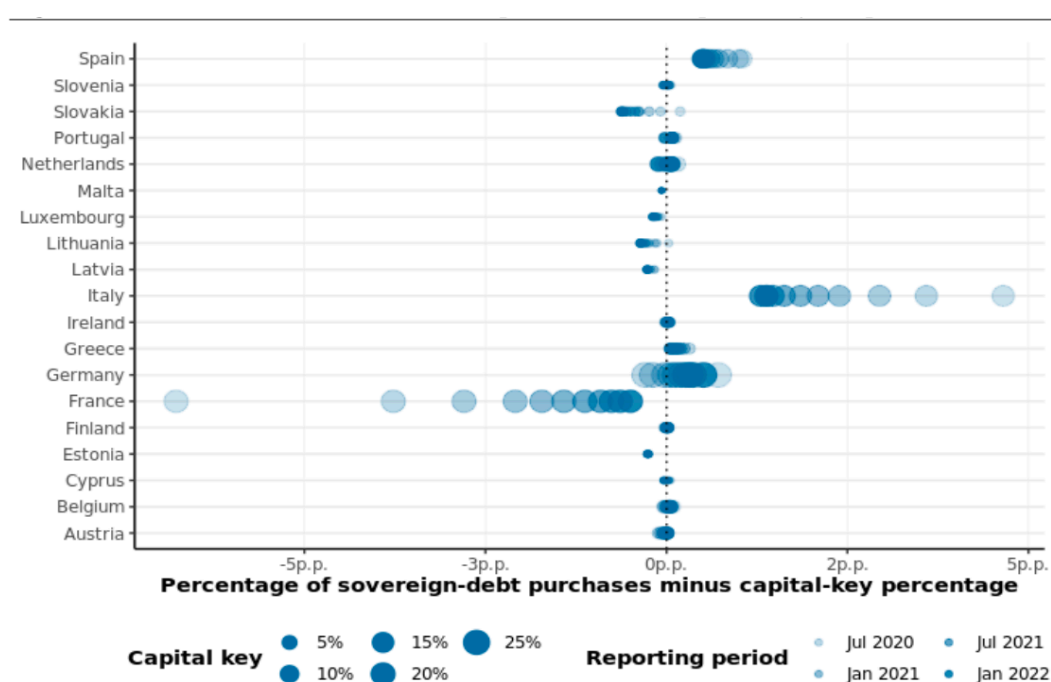
Questions and answers. Questions and answers presented at the European Central Bank, Frankfurt am Main, March 12. Journalists' questions before the PEPP was announced; ECB President Lagarde said that the Governing Council was “*not here to close spreads*.” <https://ypfs.som.yale.edu/node/19599>;

²⁹³ Lagarde, Christine. Questions and answers. Questions and answers presented at the European Central Bank, Frankfurt am Main, June 4, 2020;

Fino a gennaio 2022, gli acquisti dalla maggior parte dei membri dell'area euro erano strettamente allineati con i rapporti prescritti dalla chiave di capitale. La Figura 3 mostra quanto i membri si sono discostati dalla chiave di capitale sottraendo la percentuale della chiave di capitale dalla percentuale degli acquisti cumulativi del PEPP del debito di quello stato membro.

Gli acquisti del debito della maggior parte degli emittenti sono rimasti entro un punto percentuale per tutto il PEPP, ma gli acquisti di debito di Francia e Italia si sono discostati dai rapporti specificati di più di quattro punti percentuali nel 2020. Entro il 2022, gli acquisti di debito francese e italiano stavano convergendo sulla chiave di capitale dell'Eurosistema.²⁹⁴

2.1 Obiettivo stabilità dei prezzi, la situazione odierna.



Source: ECB 2020c.

size would grow. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19595>.

²⁹⁴ Runkel, Corey N. 2022. "Term Auction Facility." Journal of Financial Crises, 4 No. 2, 2022. YPFS case study reviewing the Federal Reserve's Term Auction Facility during the Global Financial Crisis. <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/>.

Negli ultimi due anni, la Banca Centrale Europea (BCE) ha navigato attraverso acque turbolente, cercando di bilanciare gli obiettivi di stabilità dei prezzi con il sostegno alla crescita economica in un contesto di incertezza globale e sfide interne. La risposta della BCE alle pressioni inflazionistiche e alle mutevoli condizioni economiche si è manifestata principalmente attraverso l'adattamento delle sue politiche sui tassi di interesse e la gestione del suo bilancio di titoli.

Il 2022 è stato segnato da una serie di aumenti dei tassi di interesse di riferimento, in risposta a shock inflazionistici eccezionali. Queste mosse riflettevano la crescente preoccupazione che l'inflazione potesse rimanere significativamente al di sopra dell'obiettivo di medio termine del 2% della BCE, evidenziando così la necessità di un approccio più restrittivo alla politica monetaria. La persistenza di un'inflazione elevata, unita a un'inflazione di fondo più forte e a pressioni sui prezzi più generalizzate, ha spinto la BCE a spostare i tassi di interesse in territorio restrittivo per frenare la domanda e garantire un tempestivo ritorno dell'inflazione al suo obiettivo.

La BCE ha anche implementato misure per ridurre il suo portafoglio di titoli, una mossa significativa verso la normalizzazione del suo bilancio dopo anni di politiche monetarie accomodanti. A partire da marzo 2023, il portafoglio del Programma di acquisto di attività (PAA) è stato ridotto a un ritmo medio di 15 miliardi di euro al mese fino a giugno 2023. Questa riduzione è stata accompagnata da un reinvestimento parziale dei titoli in scadenza, con una particolare attenzione verso emittenti con migliori prestazioni dal punto di vista climatico, riflettendo così anche un impegno verso obiettivi ambientali.²⁹⁵

Verso la fine del 2023, tuttavia, la BCE ha optato per mantenere invariati i suoi tassi di interesse di riferimento. Questa decisione è stata influenzata dalla previsione di un temporaneo incremento dell'inflazione nel breve termine, nonostante una diminuzione negli ultimi mesi. Gli esperti dell'Eurosistema si aspettavano che l'inflazione si riducesse gradualmente nei prossimi anni, avvicinandosi all'obiettivo del 2% nel 2025. Tuttavia, le pressioni interne sui prezzi rimanevano elevate, principalmente a causa della forte crescita del costo del lavoro per unità di prodotto, sottolineando la complessità delle sfide inflazionistiche che la BCE deve affrontare.

²⁹⁵ EY. (2023). Analisi trimestrale sullo scenario macroeconomico globale, europeo e italiano.

Queste politiche evidenziano l'approccio prudente e reattivo della BCE di fronte a un panorama economico in continua evoluzione. La BCE ha mostrato una notevole attenzione nel bilanciare le pressioni inflazionistiche con le necessità di sostegno alla crescita economica, evidenziando la complessità del suo mandato in un contesto economico globale incerto. La capacità della BCE di navigare in queste acque turbolente sarà cruciale per il futuro della stabilità economica e finanziaria dell'area dell'euro.

L'impatto delle misure di politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) sull'economia e sulla vita quotidiana delle persone nell'area euro è vasto e complesso. Gli aumenti dei tassi di interesse, la gestione del portafoglio di titoli e l'integrazione di considerazioni ambientali nelle decisioni di politica monetaria hanno effetti diretti e indiretti sugli individui, le famiglie e le imprese.

Gli aumenti dei tassi di interesse tendono a rendere il credito più costoso, influenzando direttamente i mutui, i prestiti al consumo e le carte di credito. Per le famiglie con mutui a tasso variabile, ciò si traduce in rate mensili più elevate, riducendo il reddito disponibile per altre spese. Anche il costo del credito al consumo aumenta, rendendo più oneroso per le famiglie finanziare acquisti importanti o gestire il debito esistente. Questo può portare a una riduzione dei consumi, che, se diffusa, può rallentare la crescita economica generale.²⁹⁶

Un aumento dei tassi di interesse può anche disincentivare gli investimenti aziendali. Le imprese potrebbero ritrovare meno conveniente prendere in prestito denaro per espandere le operazioni o finanziare nuovi progetti. Questo può portare a un rallentamento dell'innovazione e della crescita dell'occupazione. Per le startup e le piccole imprese, che spesso dipendono fortemente dal finanziamento esterno, l'effetto può essere particolarmente pronunciato.

Esemplificativo è il settore immobiliare, il quale risente in modo significativo degli aumenti dei tassi di interesse. I prestiti più costosi possono infatti ridurre la domanda di immobili, portando a una possibile stagnazione o calo dei prezzi delle case. Questo

²⁹⁶ ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.
Rocco, M. EY Italian Macroeconomic Bulletin 2023 - Q3.

non solo colpisce gli individui che cercano di acquistare case, ma può anche avere ripercussioni sul patrimonio netto di coloro che già possiedono immobili.

Per i risparmiatori, d'altro canto, un aumento dei tassi di interesse potrebbe essere visto come positivo, poiché il rendimento sui conti di risparmio e sui depositi a termine potrebbe aumentare. Tuttavia, l'ambiente di tasso più elevato può anche influenzare il mercato azionario e i rendimenti degli altri investimenti, con possibili volatilità e rendimenti ridotti su alcuni asset.²⁹⁷

Passaggio chiave della politica europea è il processo di “Quantitative Tightening” (QT) intrapreso dalla Banca Centrale Europea (BCE), il quale rappresenta una fase cruciale nel percorso di normalizzazione della politica monetaria europea, seguito a un lungo periodo di “Quantitative Easing” (QE).

Nell'ambito di questa recente transizione emergono significative considerazioni di natura legale ed economica che meritano un'approfondita analisi. La decisione di intraprendere un percorso di QT, ossia la progressiva riduzione del bilancio della BCE accumulato attraverso l'acquisto di titoli durante la fase di QE, pone questioni cruciali in merito alla sua attuazione, ai potenziali effetti sui mercati finanziari e alle implicazioni per l'economia dell'area euro.²⁹⁸

Il QE, introdotto come risposta a periodi di significativa instabilità economica, ha avuto l'obiettivo di iniettare liquidità nel sistema finanziario, sostenere l'attività economica e contrastare rischi deflattivi. L'accumulo di un vasto portafoglio di titoli ha rappresentato un intervento straordinario, che ha riconfigurato la presenza della BCE sui mercati finanziari e ha implicato una marcata espansione del suo bilancio. Con il miglioramento delle condizioni economiche e il risveglio di pressioni inflazionistiche, la BCE ha ritenuto necessario avviare un processo di normalizzazione della politica monetaria, che include il QT come componente fondamentale.

Il passaggio al QT riflette la valutazione della BCE riguardo l'equilibrio tra la necessità di mantenere condizioni di finanziamento favorevoli per sostenere la ripresa economica e l'esigenza di prevenire il rischio di surriscaldamento dell'economia e di

²⁹⁷ DE MARCO, F., *Bank Lending and the European Sovereign Debt Crisis*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, forthcoming, 2018;

²⁹⁸ Ciotti, L., Cottarelli, C. *Quantitative Tightening: quanto rapidamente scenderà la detenzione di BTP da parte della BCE?*

eccessive pressioni inflazionistiche. In questo contesto, il QT si propone di ridurre gradualmente la liquidità in eccesso, senza tuttavia compromettere la stabilità dei mercati finanziari e l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese.

Tuttavia, la natura senza precedenti di questa politica e la sua complessa attuazione sollevano questioni legali significative. In particolare, è fondamentale che la BCE operi nel pieno rispetto del mandato conferitole dai Trattati europei, che le assegnano l'obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi. Inoltre, la BCE deve assicurare che le modalità di riduzione del proprio bilancio siano coerenti con i principi di proporzionalità e trasparenza, al fine di salvaguardare la fiducia degli operatori di mercato e delle istituzioni finanziarie.

Un'ulteriore area di indagine legale riguarda l'impatto del QT sulla disponibilità e sui prezzi dei collateral di alta qualità sui mercati finanziari. La progressiva restituzione di titoli al mercato, derivante dal non reinvestimento dei titoli in scadenza, potrebbe influenzare le dinamiche di mercato e la valutazione dei titoli stessi. È pertanto essenziale che la BCE monitori attentamente gli effetti del QT, adottando le necessarie misure di mitigazione per prevenire disfunzioni di mercato o effetti indesiderati sulla trasmissione della politica monetaria.²⁹⁹

Infine, in un contesto di crescente integrazione finanziaria e di interdipendenza tra le economie dell'area euro, le decisioni di politica monetaria della BCE, incluse quelle relative al QT, assumono rilevanza transnazionale, con effetti potenzialmente diversificati tra i diversi Paesi membri. In tale prospettiva, la BCE deve operare in stretta collaborazione con le autorità nazionali competenti, al fine di coordinare le politiche monetarie e macroprudenziali e di assicurare una coesione all'interno dell'Unione Economica e Monetaria.³⁰⁰

La riduzione dei titoli di stato detenuti dalla BCE comporta che i mercati debbano assorbire una quota crescente del debito precedentemente detenuto dalla Banca Centrale.

²⁹⁹ Claeys, G. *Finding the right balance (sheet): quantitative tightening in the euro area*. Monetary Dialogue Papers, European Parliament, marzo 2023.

“Decisioni di politica monetaria”, Banca centrale europea, 2 febbraio 2023.

³⁰⁰ FAVERO, C., PAGANO, M., E VON THADDEN, E.-L., *How does Liquidity Affect Government Bond Yields?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45(1), 107-134, 2010.

Il comunicato stampa del 2 febbraio ha annunciato la riduzione del portafoglio di titoli detenuti direttamente dalla BCE e dalle banche nazionali a un ritmo di 15 miliardi al mese, da marzo a giugno 2023. A titolo di riferimento è utile ricordare che nel QT della Federal Reserve (la banca centrale americana) ripreso nel 2022, dopo la breve parentesi del 2017-2019, la riduzione nella detenzione di titoli statunitensi procede a un ritmo di circa 60 miliardi al mese. Si tratta dell'1 per cento della detenzione iniziale (5.767 miliardi in titoli di Stato americani a maggio 2022). I 15 miliardi annunciati dalla BCE costituiscono invece lo 0,3 per cento della detenzione iniziale (4.404 miliardi a febbraio 2023). Il QT della BCE è iniziato quindi a un ritmo notevolmente più lento di quello della Fed.

In pratica, la riduzione della detenzione di titoli per 15 miliardi al mese è stata realizzata non attraverso vendite di titoli sul mercato ma semplicemente non rinnovando interamente i titoli in scadenza acquisiti attraverso i programmi APP (per ora i titoli acquisiti nel programma PEPP sono stati interamente rinnovati). Difatti, il numero di titoli che mensilmente giungono a scadenza ammonta a valori significativamente superiori a 15 miliardi.³⁰¹

A seguito di questa contestualizzazione, analizziamo più nel dettaglio le vicende che hanno portato alle politiche di aumento dei tassi di interesse.

Nel 2022, l'aumento significativo dei prezzi dei prodotti energetici e alimentari, innescato dall'invasione russa dell'Ucraina, ha causato un incremento esponenziale dell'inflazione nell'area euro. L'incremento dei prezzi dei prodotti energetici è stato il fattore che maggiormente ha contribuito all'aumento generale dei prezzi nell'area euro, a causa delle preoccupazioni per possibili interruzioni nell'approvvigionamento energetico, nonché per il fatto che sia la Russia che l'Ucraina sono importanti esportatori di cereali e di minerali usati nella produzione di fertilizzanti (BCE, 2023). Gli strozzamenti precedenti nell'approvvigionamento di prodotti industriali e una certa domanda insoddisfatta derivante dalla pandemia di coronavirus (COVID-19), insieme

³⁰¹ Mónica Puente Regidor. Central banking and the crisis. A comparison of the Federal Reserve and the European Central Bank measures, and the ECB's changing role in the EU economic governance system.

alla volatilità dei prezzi delle materie prime, hanno quindi intensificato le pressioni sui prezzi in molti settori dell'economia (BCE, 2023).³⁰²

Di fronte a questo scenario, la BCE si è vista obbligata ad adottare una politica monetaria più restrittiva attraverso l'aumento dei tassi d'interesse. Così, “nel luglio 2022, il Consiglio della BCE ha aumentato i tassi d'interesse direttori della BCE per la prima volta in oltre un decennio, terminando un'era di tassi d'interesse negativi” di 50 punti base, con la possibilità di aumentare nuovamente i tassi a settembre (BCE, 2023). Si noti che l'inflazione è passata dal 2,6%, in media, nel 2021 all'8,4%, in media nel 2022.

E così è stato, a settembre, il Consiglio della BCE ha deciso di aumentare nuovamente i tassi d'interesse direttori di ulteriori 75 punti base, il maggiore aumento individuale di questi tassi registrato fino a quel momento. Considerata la persistenza dell'alto valore dell'inflazione, che è aumentata dal 9,9% a settembre al 10,6% a ottobre (il valore più alto mai registrato), “il Consiglio della BCE ha deciso di aumentare nuovamente i tre tassi d'interesse direttori della BCE di 75 punti base a ottobre, sottolineando che, con questo terzo grande aumento consecutivo dei tassi direttori, aveva compiuto passi significativi per eliminare l'accomodamento della politica monetaria” (BCE, 2023).

A novembre, l'inflazione si è attestata al 10,1%, leggermente al di sotto del tasso del 10,6% registrato a ottobre, principalmente a causa della diminuzione dei prezzi dei prodotti energetici. Poiché l'inflazione rimaneva eccessivamente alta e superiore all'obiettivo, a dicembre, il Consiglio della BCE ha aumentato i tassi d'interesse per la quarta volta consecutiva di 50 punti base. Il Consiglio della BCE ha anche affermato che i tassi d'interesse avrebbero dovuto aumentare in modo significativo a un ritmo costante al fine di garantire il ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo (BCE, 2023).³⁰³

In sintesi, l'anno 2022 è stato caratterizzato dalla grandezza degli aumenti dei tassi d'interesse direttori (due aumenti di 50 punti base e due aumenti di 75 punti base) in

³⁰² FAVERO, C. A., FERNANDEZ FUERTES, R. *Monetary Policy in the COVID Era and Beyond: The Fed vs the ECB*, 2023

³⁰³ We Wealth. *Il taglio dei tassi? Rimandato al 2024*. Cosa cambia per i portafogli, 2023.

Lagarde, C. Bce: Lagarde pronta a taglio tassi. Ecco la data indicata. www.finanzaonline.com, 2023.
Esperti della BCE. (2022). Proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro. www.ecb.europa.eu.

un periodo di cinque mesi. Secondo il Rapporto Annuale della BCE relativo all'anno 2022, le proiezioni del Consiglio della BCE indicavano un attenuarsi dei fattori sottostanti all'inflazione e un rallentamento della stessa nel corso del 2023. Tuttavia, nonostante le decisioni prese finora dal Consiglio della BCE abbiano contribuito significativamente al ritorno graduale dell'inflazione al suo obiettivo a medio termine, questa rimane ancora a un valore notevolmente lontano dall'ideale e desiderabile (2% in media).

Considerando lo scenario sopra menzionato, il primo semestre del 2023 è stato caratterizzato da ulteriori aumenti di 50 punti base e due aumenti di 25 punti base. Nonostante l'efficacia della trasmissione della politica monetaria fino a quel momento, il Consiglio della BCE ha annunciato a settembre un aumento dei tre principali tassi d'interesse di 25 punti base. Di conseguenza, il tasso d'interesse sulle principali operazioni di rifinanziamento e i tassi d'interesse sulla facilità permanente di prestito e sulla facilità di deposito sono stati aumentati rispettivamente al 4,50%, 4,75% e 4,00% (BCE, 2023).

Le proiezioni macroeconomiche elaborate da esperti della BCE a settembre 2023 suggeriscono una progressiva diminuzione dell'inflazione nell'area euro, prevedendo che l'inflazione media si attesterà al 5,6% nel 2023, previsione poi di fatto confermata a fine anno, al 3,2% nel 2024 e al 2,1% nel 2025 (BCE, 2023).

La restrittività della politica monetaria attuata dalla BCE ha dimostrato progressi nel riportare l'inflazione verso il suo obiettivo a medio termine, facendo presagire un lieve ottimismo sulla possibilità di un taglio dei tassi d'interesse nell'estate del 2024, punto su cui torneremo a breve.³⁰⁴

Facciamo adesso un'analisi dettagliata dei certificati di risparmio, in particolare per conoscere la notorietà di questo strumento finanziario rispetto ad altri strumenti presenti sul mercato e la sua evoluzione storica in termini di volume di sottoscrizioni effettuate dai risparmiatori nell'ultimo periodo. Inizialmente, si suggerisce che l'aumento dei tassi di interesse e, di conseguenza, del tasso Euribor abbia contribuito

³⁰⁴ Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública. Certificados de Aforro. Disponível em: <https://www.igcp.pt/pt/menu-lateral/certificados-de-aforro/descricao/>, 08/09/2023. Banco Central Europeu. (2023). Relatório anual 2022. Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2022~8ae51d163b.pt.pdf>

all'aumento della domanda e della sottoscrizione di certificati di risparmio nel corso del 2022 e nella prima metà del 2023. Empiricamente, la teoria esistente rivela che esiste un effetto di dipendenza tra le due variabili e che l'aumento del tasso di inflazione (e conseguentemente dei tassi di interesse) può tradursi in un aumento del tasso di risparmio degli individui, poiché la principale motivazione (il rendimento ottenuto) diventa più attraente.

Il fulcro della questione è verificare se l'attuale contesto di elevati tassi di interesse abbia influenzato positivamente l'importo investito nei certificati di risparmio dalle famiglie nella prima metà dell'anno appena concluso. Sottoscrivendo questo strumento di debito pubblico, i risparmiatori prestano denaro allo Stato affinché quest'ultimo possa ottenere finanziamenti e stimolare il risparmio contemporaneamente. Pertanto, il grado di sicurezza dei certificati è elevato poiché esiste un'alta probabilità di rimborso dell'intero capitale investito e del relativo valore degli interessi capitalizzati automaticamente fino alla data del riscatto (al netto dell'IRS). Il grado di liquidità di questo strumento finanziario è elevato, in quanto il riscatto può essere effettuato a partire dalla data in cui si verifica il primo pagamento degli interessi della sottoscrizione (3 mesi). Il tasso d'interesse di questo strumento è determinato mensilmente il penultimo giorno lavorativo del mese, per avere effetto durante il mese successivo, e si basa sul tasso Euribor a tre mesi (rischio di mercato superiore rispetto ai depositi a termine).

I certificati di risparmio sono un prodotto di risparmio facilmente accessibile, non richiedono la presenza di intermediari nella transazione e i minimi importi di sottoscrizione sono generalmente ridotti. Inoltre, non presentano alcun costo di sottoscrizione, mantenimento o riscatto.³⁰⁵

Considerato il basso rischio associato a questo strumento così come i vantaggi sopra descritti, questo strumento finanziario ha recentemente guadagnato popolarità tra i

³⁰⁵ Banco de Portugal. (2021). Relatório do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa Lisboa
Disponível em: <https://cliente bancario.bportugal.pt/pt-pt/publicacao/relatorio-do-inqueritoliteracia-financeira-da-populacao-portuguesa-2020>.
Banco de Portugal. Boletim Económico, Março 2023, p. 13_Lisboa
Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mar23_p.pdf
Banco de Portugal. Taxas de juro de depósitos (novas operações) particulares.
Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/quadros/1583>.

risparmiatori e rappresenta un'opzione attraente rispetto ad altri prodotti di risparmio a basso rischio presenti attualmente sul mercato.

Sulla base di un'indagine a campione condotta dalla Banca centrale portoghese e riportata da una serie di quotidiani locali, è stata chiesta la percentuale approssimativa del reddito netto mensile di ciascun individuo destinata al risparmio, e i risultati ottenuti sono in linea con la tendenza del tasso di risparmio osservato nella revisione della letteratura. Così, dalle risposte al questionario è emerso che il 44,7% degli intervistati destina fino al 10% del proprio reddito netto mensile al risparmio e il 38,5% del campione ha rivelato che tra il 10% e il 30% del proprio reddito netto mensile è indirizzato al risparmio. Tuttavia, il fatto che la maggior parte degli intervistati sembra non avere le condizioni necessarie per differire i consumi (mancanza di margine di bilancio per il risparmio) e dimostra che le famiglie, in generale, non possiedono un fondo di manovra disponibile a cui attingere in situazioni di difficoltà finanziaria. Si noti che l'opzione che ha ottenuto il maggior numero di risposte include anche gli individui che non riescono a risparmiare o scelgono di non farlo. Inoltre, più della metà degli intervistati (53,1%) ha rivelato di non indirizzare parte del proprio risparmio agli investimenti, ovvero la quota del reddito disponibile mensile che non viene consumata non viene nemmeno valorizzata investendola in uno specifico strumento finanziario. Riguardo ai motivi individuati per il mancato investimento del risparmio, le ragioni predominanti sono legate al fatto che gli individui non possiedono conoscenze finanziarie sufficienti per prendere tale decisione (35,7%), sottolineando ancora una volta l'importanza dell'alfabetizzazione finanziaria, e al fatto che i tassi di interesse associati ai prodotti di risparmio non sono abbastanza attraenti da giustificare l'investimento (33,7%).

Il resto del campione selezionato, invece, attribuisce la causa allo scenario inflazionistico attuale ed alla conseguente perdita di potere d'acquisto degli agenti economici, oltre all'aumento della restrittività delle condizioni dei mutui per la casa ed alla conseguenza che il reddito netto degli individui è sufficiente solo per soddisfare le loro necessità primarie e gli obblighi finanziari.

Dai risultati raccolti si può in ogni caso dedurre che il tasso di interesse influisce in larga misura sulla propensione al risparmio e che l'attuale contesto di elevati tassi di interesse e bassi rendimenti si è tradotto in una diminuzione della quota destinata al

risparmio (49,2%). Questa riduzione può essere giustificata dalla mancanza di margine di bilancio per il risparmio, poiché il reddito netto mensile degli intervistati è diretto esclusivamente al consumo, e anche dal fatto che non ci sono incentivi remunerativi sufficientemente attraenti³⁰⁶.

Nel contesto attuale dell'economia europea, ad aprile 2024, l'andamento dei tassi di interesse impostati dalla Banca Centrale Europea (BCE) ha assunto un'importanza cruciale, soprattutto alla luce dei recenti sviluppi economici. Dopo un periodo caratterizzato da un'aggressiva politica di rialzo dei tassi, necessaria per contrastare un'inflazione galoppante, ci si avvicina ora a una fase di potenziale inversione di tendenza, con la BCE che inizia a considerare la possibilità di ridurre i tassi di interesse.

La strategia di rialzo dei tassi ha ovviamente avuto ripercussioni sull'economia dell'area euro, influenzando il costo del credito e, di conseguenza, le decisioni di spesa e investimento sia delle famiglie sia delle imprese. Tuttavia, con l'inflazione che inizia a mostrare segnali di rallentamento, scendendo al 2,6% a febbraio 2024 da un picco del 10,6% nell'ottobre 2022, la BCE si trova ora di fronte alla sfida di bilanciare la necessità di sostenere la crescita economica senza riaccendere le pressioni inflazionistiche.

Il dibattito si concentra ora sulla tempistica e sul ritmo dei futuri tagli ai tassi. Sebbene sia chiaro che il primo taglio potrebbe avvenire già nel secondo trimestre del 2024, resta da definire la velocità con cui la BCE procederà nella normalizzazione della politica monetaria. L'obiettivo è di raggiungere un livello di tassi “neutrale”, che non stimoli eccessivamente l'economia ma che al contempo non ne freni la crescita.

Gli analisti finanziari prevedono una serie di tagli che potrebbero portare i tassi d'interesse intorno al 3% entro la fine dell'anno, con prospettive di un ulteriore allentamento fino al 2,25% nei successivi due anni. Tuttavia, molto dipenderà dall'andamento dell'economia europea e, in particolare, da variabili chiave come la crescita dei salari e i profitti delle imprese. Un rallentamento più marcato della crescita

³⁰⁶ Relação entre a política de altas taxas de juro do BCE no período 2022-2023 eo comportamento da poupança em Portugal, Margarida Carvalho Chané.
Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública. Boletim mensal.
Disponível em: <https://www.igcp.pt/pt/menu-lateral/publicacoes/boletim-mensal/>, 08/09/2023.

o una discesa dell'inflazione più rapida del previsto potrebbero indurre la BCE ad accelerare il processo di taglio dei tassi.

La presidente della BCE, Christine Lagarde, ha sottolineato l'importanza di basare le decisioni sui dati economici che saranno disponibili nei prossimi mesi, evidenziando in particolare l'attenzione verso l'andamento dei salari e dell'inflazione al netto di energia e alimenti. Questi fattori, insieme alle dinamiche del mercato del lavoro, forniranno indicazioni preziose sulle pressioni inflazionistiche sottostanti e guideranno le future decisioni di politica monetaria della BCE.³⁰⁷

In questo scenario di incertezza, la BCE dovrà navigare con cautela, evitando di rallentare troppo la ripresa economica o, al contrario, di alimentare nuovamente l'inflazione. La gestione del passaggio da una politica monetaria restrittiva a una più accomodante sarà cruciale per garantire la stabilità economica dell'area euro e sostenere una crescita sostenibile a medio termine.

Nessuna sorpresa, infine, dalla riunione di politica monetaria della BCE del 7 marzo 2024. L'istituto centrale ha deciso di non modificare i tassi di interesse, confermando il saggio di riferimento al 4,5%. Pertanto, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono stati confermati rispettivamente al 4,5%, al 4,75% e al 4%.

Il Consiglio direttivo ha sottolineato come, dalla loro ultima assemblea di gennaio, si sia registrata una ulteriore diminuzione dell'inflazione. Le proiezioni più recenti degli analisti della Banca Centrale Europea (BCE) hanno rivisto verso il basso le aspettative sull'inflazione, in particolare per l'anno 2024, a causa principalmente della ridotta incidenza dei prezzi dell'energia. Attualmente, gli specialisti prevedono che l'inflazione si attesterà mediamente al 2,3% nel 2024, per poi scendere al 2,0% nel 2025 e all'1,9% nel 2026. L'inflazione, esclusi i settori dell'energia e dell'alimentari, è stata anch'essa ridotta nelle stime, con una media prevista del 2,6% nel 2024, che dovrebbe scendere al 2,1% nel 2025 e al 2,0% nel 2026. Nonostante una generale

³⁰⁷ Bloomberg Economics. *Tassi di interesse: i cali cominceranno nel 2024?* 2023.

Banca d'Italia. (2022). Bollettino economico BCE, n. 6 - 2022. www.bancaditalia.it

Quotidiano.net. (2023). La Bce lascia i tassi invariati e annuncia il taglio dello stock dei titoli pubblici nel 2024.

riduzione nelle misure di inflazione principale, la BCE ha notato che le pressioni sui prezzi interni rimangono alte, influenzate anche da una significativa crescita dei salari. “Le condizioni finanziarie si presentano restrittive e l'impatto degli aumenti precedenti dei tassi d'interesse continua a influenzare la domanda, contribuendo alla riduzione dell'inflazione”, ha aggiunto il Consiglio direttivo.³⁰⁸

Basandosi sull'analisi attuale, il Consiglio direttivo ha confermato che i tassi d'interesse di base della BCE si trovano a livelli che, mantenuti per un periodo adeguatamente esteso, contribuiranno significativamente al raggiungimento dell'obiettivo inflazione al 2%. Le decisioni future del Consiglio direttivo andranno quindi presumibilmente a garantire che i tassi di base rimangano a livelli adeguatamente restrittivi per tutto il tempo necessario, seguendo un approccio orientato ai dati per definire l'entità e la durata appropriata delle restrizioni. In particolare, le decisioni riguardanti i tassi d'interesse saranno basate sulla valutazione delle prospettive di inflazione, tenendo conto dei nuovi dati economici e finanziari, della dinamica dell'inflazione principale e dell'efficacia della trasmissione della politica monetaria.

Per quanto riguarda il Programma di Acquisto di Emergenza Pandemica (PEPP), il Consiglio direttivo prevede di reinvestire completamente i capitali rimborsati dai titoli in scadenza nel programma nella prima metà del 2024. Nella seconda metà dell'anno, l'intenzione è di ridurre il portafoglio del PEPP di una media di 7,5 miliardi di euro al mese, concludendo i reinvestimenti entro la fine del 2024. Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire in modo flessibile i capitali rimborsati dai titoli in scadenza del PEPP, per contrastare i rischi legati alla trasmissione della politica monetaria dovuti alla pandemia.

In aggiunta, considerando i rimborsi degli importi ricevuti dalle banche attraverso le operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate, il Consiglio esaminerà

³⁰⁸ ISTAT, Statistiche report, 20 marzo 2023. ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>. ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>. I tassi si abbasseranno nel 2024? Warrant Hub.

regolarmente come queste operazioni e i rimborsi contribuiscano all'orientamento della politica monetaria.³⁰⁹

Un dubbio, in conclusione, è se, considerando l'evidente divergenza nella situazione macroeconomica tra Eurozona e Stati Uniti, la BCE sia pronta a tagliare i tassi prima della Fed. Christine Lagarde ha specificato che una volta che saranno sicuri di aver tenuto i tassi in territorio restrittivo sufficientemente a lungo e saranno sicuri del raggiungimento del target, potranno iniziare con il ciclo dei tagli, indipendentemente dalle azioni delle altre banche centrali, ciononostante Robert Holzmann, governatore della banca centrale austriaca e quindi anche membro del consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE), in una intervista a Bloomberg TV ha dichiarato:

“In genere la Fed negli ultimi anni è sempre andata per prima di circa sei mesi, quindi suppongo, *ceteris paribus*, per come stanno le cose, che anche noi seguiremmo con un ritardo, non vedo circostanze che ci portino a tagliare prima”.

L'incertezza è quindi sovrana nel contesto attuale, non resta altro che attendere giugno.

CAPITOLO 3

LA BCE DI FRONTE ALLA LEGITTIMITÀ: ANALISI DELLE SENTENZE CHIAVE DELLA CORTE COSTITUZIONALE TEDESCA E DELLE CGUE SUL PROGRAMMA DI ACQUISTO ASSETS

3.a La sentenza Gauweiler.

³⁰⁹ Tassi BCE, le basi per un taglio a giugno 2024 di Redazione Lapenna del Web.

Shaan Raithatha - *Senior Investment Strategist di Vanguard*. Lagarde, C. (2023). Bce: Lagarde pronta a taglio tassi. Ecco la data indicata. Recuperato da www.finanzaonline.com. Bloomberg Economics. Tassi di interesse: i cali cominceranno nel 2024? 2023.

Al fine di comprendere la portata degli attuali poteri della Banca Centrale Europea, avendo riguardo a strumenti e misure che – come si è visto – incidono direttamente sul benessere dei cittadini europei, va considerata la decisione che, nel 16 giugno 2015, la Corte di Giustizia Europea ha pronunciato nel caso Gauweiler,³¹⁰ relativa alla legalità del programma di operazioni monetarie outright (OMT) della Banca Centrale Europea. La Corte ha ritenuto il programma compatibile con il diritto dell'UE, a condizione che nell'attuazione siano osservate determinate garanzie. La decisione ha importanti implicazioni per i poteri della BCE per il quadro costituzionale dell'Unione Economica e Monetaria dell'UE e per il rapporto tra la Corte di Giustizia dell'UE e la corte di rinvio, in tal caso la Corte costituzionale Federale tedesca.

La Banca Centrale Europea è incaricata di condurre la politica monetaria per l'area dell'euro e il suo ruolo è definito in modo molto stretto nei Trattati. Tuttavia, con l'annuncio delle misure non convenzionali, il ruolo definito si è espanso notevolmente. In tal caso, oggetto dell'analisi è stato appunto la legittimità della condotta della Banca, relativa alle operazioni OMT, rispetto al dettato normativo.

La Corte costituzionale tedesca ha inizialmente ritenuto il programma di operazioni monetarie outright illegale secondo il diritto dell'UE. Successivamente, per la prima volta, la corte nazionale ha poi deferito il caso alla Corte di Giustizia Europea. Secondo la corte di rinvio, la Corte di Giustizia avrebbe potuto dichiarare lo schema OMT contrario al diritto dell'UE, o fornire un'interpretazione più limitata del programma in conformità con i Trattati. La Corte tedesca ha quindi fornito alcune indicazioni su quali

³¹⁰ ECJ 16 June 2015 ECLI:EU:C: 2015:400, Peter Gauweiler and others v Deutscher Bundestag. Per il commento alla decisione si veda T. Beukers, 'The Bundesverfassungsgericht Preliminary Reference on the OMT Program: "In the ECB We Do Not Trust. What About You?"', 15 German L J (2014) p. 343; Bast, J. *Don't Act Beyond your Powers*. 15 German L J (2014) p. 167; M. Goldmann, 'Adjudicating Economics: Central Bank Independence and the Appropriate Standard of Judicial Review', 15 German L J (2014) p. 265; Kumm, M., 'Rebel without a Good Cause: Karlsruhe's Misguided Attempt to Draw the CGUE into a Game of Chicken and What the CGUE Might Do about It', 15 German L J (2014), p. 203; Mayer, F.C. 'Rebels without a Cause: A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference', 15 German L J, 2014, p. 111; Wendel, M. *Exceeding Judicial Competence in the Name of Democracy: The German Federal Constitutional Court's OMT Reference*. 10 Eur Constitutional L Rev 2014, p. 263.

dovrebbero essere questi limiti, e ha proseguito affermando che se lo schema potesse alla fine essere considerato in violazione dell'identità costituzionale della Legge Fondamentale tedesca dipenderebbe dall'interpretazione della Corte di Giustizia Europea delle operazioni in conformità con il diritto primario dell'UE.

Il caso era delicato per vari motivi: sebbene mai utilizzato, il semplice annuncio dello schema di operazioni monetarie outright ha svolto un ruolo importante nel far uscire l'area dell'euro dalla fase acuta della crisi, e offre una difesa credibile contro scenari futuri simili. Una dichiarazione di illegalità o l'imposizione di limiti sostanziali al programma avrebbero potuto mettere a rischio la ripresa post-crisi. Inoltre, il rinvio è stato il primo mai presentato dalla Corte costituzionale tedesca, e il suo tono è stato piuttosto audace; esiste, ed esisteva, un chiaro potenziale di conflitto tra le due corti, con conseguenze sconosciute per l'Unione Economica e Monetaria e oltre. Inoltre, il caso tocca la natura e la legittimità del ruolo della Banca Centrale Europea come esperta indipendente, e sulla dicotomia tra la concezione originaria, basata sulle regole, dell'Unione Economica e Monetaria e la concezione più orientata alle politiche che è emersa dalla crisi.³¹¹

Vari argomenti sono stati presentati contro l'ammissibilità del rinvio. Alcuni di questi riguardavano la natura dell'annuncio del Programma di Transazioni Monetarie Definitive da parte della Banca Centrale Europea e la sua possibilità di revisione; altri riguardavano il fatto che il rinvio era stato fatto dal tribunale nazionale.

In primo luogo, si è sostenuto che l'annuncio della Banca Centrale Europea non fosse un atto giuridico, ma un atto preparatorio senza effetti giuridici. La Corte di Giustizia ha respinto la rilevanza di questo argomento senza entrare nel merito. In secondo luogo, la Corte ha analogamente respinto gli argomenti secondo cui le condizioni in

³¹¹ Editorial, 'On Courts of Last Resort and Lenders of Last Resort', 2 EuConst (2015) p. 1; Claes, H., Reestman, M. J. H., 'The Protection of National Constitutional Identity and the Limits of European Integration at the Occasion of the Gauweiler Case', 16 German L J, 2015, p. 917; Fabbrini, F. *After the OMT Case: The Supremacy of EU Law as the Guarantee of the Equality of the Member States*, 16 German L J, 2015, p. 1003; Sauer, H. *Doubtful it Stood: Competence and Power in European Monetary and Constitutional Law in the Aftermath of the CGUE's OMT Judgment*, 16 German L J, 2015, p. 971; Simon, S. *Direct Cooperation Has Begun: Some Remarks on the Judgment of the ECJ on the OMT Decision of the ECB in Response to the German Federal Constitutional Court's First Request for a Preliminary Ruling*, 16 German L J, 2015, p. 1025; Wilkinson, M. 'The Euro Is Irreversible! ... Or is it?: On OMT, Austerity and the Threat of "Grexit"', 16 German L J, 2015, p. 1049.

cui era stato fatto il rinvio non erano compatibili con la procedura di rinvio pregiudiziale, poiché le questioni in gioco erano troppo astratte e ipotetiche, perché il tribunale tedesco non si sarebbe considerato vincolato dalla sentenza pregiudiziale risultante, o perché i procedimenti nazionali potevano essere detti creare la possibilità per i cittadini tedeschi di intraprendere un'azione diretta contro la validità di un atto dell'UE senza dover utilizzare l'articolo 263 TFUE (e senza rispettare le sue condizioni di ammissibilità). Nel trattare questi argomenti, la Corte si è affidata alla divisione delle competenze tra sé e i tribunali nazionali nell'ambito della procedura di rinvio pregiudiziale, rifiutando di mettere in discussione la valutazione del tribunale tedesco circa la necessità di un rinvio pregiudiziale o le regole del diritto nazionale che governano il controllo giurisdizionale e l'organizzazione dei procedimenti legali. Non sorprende, tra l'altro, che la Corte abbia riaffermato la forza vincolante delle sue sentenze pregiudiziali sui tribunali nazionali.

In sintesi, il tribunale tedesco aveva espresso due principali preoccupazioni: che il Programma di Transazioni Monetarie Definitive fosse una misura di politica economica, non monetaria; quindi, al di fuori delle competenze della Banca Centrale Europea; e che il Programma fosse incompatibile con il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri sancito dall'articolo 123 TFUE.³¹²

La Corte ha iniziato valutando la natura del Programma e se dovesse essere classificato come una misura di politica monetaria o economica. I richiedenti avevano sostenuto che il programma doveva essere considerato come una misura di politica economica adottata con lo scopo di salvare l'euro correggendo alcuni difetti nella progettazione dell'unione monetaria, cioè attraverso la mutualizzazione del debito dei paesi dell'euro. Hanno inoltre sottolineato gli effetti della condizionalità allegata sulle politiche economiche degli Stati membri. Tutto ciò, hanno argomentato, poneva il regime delle Transazioni Monetarie Definitive oltre il semplice ruolo di supporto che la Banca Centrale Europea può avere in politica economica, secondo i Trattati. La Corte

³¹² Sauter, W., Schepel, H., *State and Market in European Union Law. The Public and Private Spheres of the Internal Market before the EU Courts* (Cambridge University Press 2009) p. 1-21 for a brief overview of the European economic constitution; K. Tuori, 'The European Financial Crisis: Constitutional Aspects and Implications', EUI Working Paper, (2012) Law 2012/28; Joerges, C. 'The Market without the State? The "Economic Constitution" of the European Community and the Rebirth of Regulatory Politics', 1 *Eur Integration Online Papers* (1997) No 19.

costituzionale Tedesca concordava, basandosi su varie caratteristiche del programma: la sua condizionalità e il parallelismo con i programmi di assistenza finanziaria della Banca Centrale Europea e del Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria (così come la sua capacità di eluderli) e la sua selettività (nel senso che l'acquisto di obbligazioni OMT si applicherebbe solo a paesi selezionati, mentre le misure di politica monetaria si applicano tipicamente a tutta l'area valutaria).

D'altra parte, la Banca Centrale Europea sosteneva che lo scopo del programma non fosse quello di facilitare le condizioni di finanziamento di alcuni Stati membri, o di determinare le loro politiche economiche, ma piuttosto di “sbloccare” i canali di trasmissione della politica monetaria della Banca. In altre parole, la crisi rendeva impossibile per la Banca Centrale Europea perseguire la politica monetaria attraverso i canali usuali. L'acquisto proposto di obbligazioni avrebbe garantito il ritorno delle condizioni di credito alla normalità, e che la Banca potesse condurre nuovamente la sua politica monetaria. Inoltre, la BCE sosteneva che l'elemento di condizionalità era necessario per garantire che il regime delle Transazioni Monetarie Definitive non interferisse con il programma di riforma macroeconomica concordato tra il Meccanismo Europeo di Stabilità e lo Stato membro beneficiario dell'assistenza finanziaria.³¹³

Come aveva fatto in *Pringle*, la Corte si è proposta di determinare se la misura in questione rientrasse nell'ambito della politica monetaria o economica, indagando sui suoi obiettivi e strumenti. La Corte ha considerato gli obiettivi dichiarati del Programma di Transazioni Monetarie Definitive (garantire “una trasmissione adeguata della politica monetaria e l'unicità della politica monetaria”) e ha concluso che contribuivano all'obiettivo finale della politica monetaria, cioè mantenere la stabilità dei prezzi. La Corte ha tratto un'analogia col caso *Pringle*³¹⁴ in questo punto per sostenere che gli effetti indiretti possibili del Programma in politica economica (il fatto che il Programma possa contribuire a salvaguardare la stabilità dell'area euro) non significavano che la misura dovesse essere classificata come appartenente alla politica

³¹³ Gauweiler, parag. [18] Gauweiler, parag. [11]-[17]. Gauweiler, parag. [41] ss.

³¹⁴ Case C-370/12, *Pringle*, ECLI:EU:C:2012:756. Per un approfondimento si veda Hinarejos, A. *The Euro Area Crisis in Constitutional Perspective* (Oxford University Press 2015) capitolo 8.

economica. La Corte è giunta a conclusioni simili esaminando gli strumenti da utilizzare per raggiungere gli obiettivi del Programma. In sintesi, sia gli obiettivi che gli strumenti del Programma di Transazioni Monetarie Definitive - e quindi il Programma stesso - sono stati considerati rientranti nell'ambito della politica monetaria.

È interessante notare che, mentre l'Avvocato Generale Cruz Villalón era giunto alla stessa conclusione riguardo alla classificazione del Programma di Transazioni Monetarie Definitive come una misura di politica monetaria, aveva comunque introdotto una importante avvertenza: vedeva un problema nel fatto che la Banca Centrale Europea rendesse l'acquisto di obbligazioni attraverso il regime OMT condizionato al rispetto, da parte dello Stato membro, di un programma di riforma macroeconomica adottato nell'ambito del Meccanismo Europeo di Stabilità o del Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria, e nel fatto che la Banca Centrale Europea svolgesse un ruolo molto attivo nella negoziazione e nel monitoraggio di questo programma con lo Stato membro.

Questo doppio ruolo della Banca - prima all'interno di un quadro di assistenza finanziaria che costituisce politica economica, secondo Pringle, e poi nel suo ruolo di acquisto di obbligazioni nel quadro del Programma di Transazioni Monetarie Definitive - spingerebbe il regime oltre i confini delle competenze della Banca Centrale Europea: politica monetaria con, al massimo, un ruolo di supporto in politica economica. L'Avvocato Generale ha quindi considerato che, se il Programma OMT fosse stato attivato, la Banca Centrale Europea avrebbe dovuto distanziarsi immediatamente dalla troika e dal monitoraggio della condizionalità per l'assistenza finanziaria.³¹⁵ Da parte sua, la Corte non ha visto problemi nel rendere l'acquisto di obbligazioni attraverso il Programma condizionato al rispetto della condizionalità del Meccanismo Europeo di Stabilità o del Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria da parte dello Stato membro; ciò porterebbe al tipo di effetti indiretti in politica economica che la Corte aveva già considerato irrilevanti per la classificazione della misura, e garantirebbe che la condizionalità del Meccanismo Europeo di

³¹⁵ AG Villalón in ECJ 16 June 2015 ECLI:EU:C: 2015:400 Gauweiler, parag. [123] ss.

Stabilità/Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria non sarebbe resa inefficace dalle azioni della Banca Centrale Europea.

Ciò, secondo la Corte, è in linea con l'obbligo della Banca di sostenere le politiche economiche generali nell'Unione. Il fatto che l'acquisto di obbligazioni nei mercati secondari possa essere considerato una misura di politica economica quando lo fa il Meccanismo Europeo di Stabilità (Pringle), e una misura di politica monetaria quando lo fa la Banca Centrale Europea, è giustificato, secondo la Corte, a causa degli obiettivi diversi perseguiti in ciascun caso; questi diversi scopi hanno come conseguenza che l'acquisto di obbligazioni sarà giustificato in circostanze diverse in ciascuno di questi casi. Infine, la Corte non ha fatto riferimento al coinvolgimento della Banca Centrale Europea all'interno della troika.³¹⁶

La Corte ha concluso che il Programma di Transazioni Monetarie Definitive, come descritto dalla Banca Centrale Europea nel suo annuncio, è appropriato per raggiungere i suoi obiettivi e non va oltre quanto è necessario per raggiungerli. Nel condurre la sua revisione della proporzionalità, la Corte ha riconosciuto l'ampia discrezionalità della Banca nel fare valutazioni complesse e scelte tecniche in materia, e ha condotto una revisione leggera. La Corte è stata convinta che la Banca Centrale Europea avesse soddisfatto adeguatamente il suo dovere di motivazione e che non avesse commesso un errore manifesto di valutazione nella sua analisi della situazione economica e nel suo giudizio che il Programma OMT sarebbe stato appropriato per ottenere l'effetto ricercato. Allo stesso modo, la Corte ha supposto che la misura, così come descritta nel comunicato stampa della Banca, non sarebbe andata oltre quanto necessario per raggiungere i suoi obiettivi, data la natura limitata del Programma e il testo del comunicato stampa stesso (cioè che l'acquisto di obbligazioni avrebbe avuto luogo solo per soddisfare obiettivi molto specifici e che sarebbe cessato non appena fossero stati raggiunti). È importante notare che non è stato considerato necessario alcun limite quantitativo preventivo.

³¹⁶ Hadjiemmanuil, C. *'Democracy, supranationality and central bank independence'*, in J. Kleineman (ed.), *Central Bank Independence: The Economic Foundations, the Constitutional Implications and Democratic Accountability* (Kluwer Law International 2001) p. 155. Tuori, K., Tuori, K. *The Eurozone Crisis: a Constitutional Analysis* (Cambridge University Press 2013) p. 221-231.

La Corte si è poi rivolta alla possibile elusione del divieto di finanziamento monetario degli Stati membri. Sebbene il Trattato renda illegale per la Banca Centrale Europea acquistare direttamente obbligazioni governative da uno Stato membro, il tribunale di riferimento ha sostenuto che, nonostante l'acquisto di obbligazioni OMT avvenisse nel mercato secondario, ciò equivaleva a un'elusione della stessa regola. Questa elusione avrebbe minato la disciplina fiscale e avrebbe reso alcuni Stati membri responsabili, in ultima analisi, dei debiti altrui³¹⁷.

La Corte di Giustizia ha convenuto che la Banca Centrale Europea non dovrebbe essere in grado di acquistare obbligazioni dagli Stati membri nei mercati secondari in condizioni tali che, nella pratica, l'operazione porti ai medesimi effetti di un acquisto diretto; o, detto in altro modo, se l'acquisto indiretto di obbligazioni vanifichi lo scopo dell'articolo 123 TFUE nello stesso modo dell'acquisto diretto di obbligazioni. Per decidere se il Programma di Transazioni Monetarie Definitive potesse essere considerato tale illegittima elusione dei Trattati, la Corte ha cercato di chiarire, innanzitutto, lo scopo dell'articolo 123 TFUE (il divieto di finanziamento monetario degli Stati membri); e, in secondo luogo, in che misura l'acquisto indiretto di obbligazioni all'interno del regime OMT minaccerebbe il conseguimento di tale scopo. Secondo la Corte, lo scopo del divieto di finanziamento monetario degli Stati membri è incoraggiare gli stessi a perseguire una politica di bilancio sana: se gli Stati membri non possono fare affidamento sul finanziamento monetario, sono soggetti alla disciplina del mercato e devono evitare debiti eccessivi e deficit se vogliono essere in grado di vendere le loro obbligazioni, e quindi avere accesso al credito nei mercati finanziari, in condizioni favorevoli o sostenibili.³¹⁸

Lo scopo di incoraggiare una politica di bilancio prudente potrebbe essere minacciato dall'acquisto indiretto di obbligazioni all'interno del Programma di Transazioni Monetarie Definitive nella misura in cui tali azioni migliorerebbero l'accesso al credito di uno Stato membro, a meno che non fossero incorporate nel Programma determinate

³¹⁷ Beukers, T. *The New ECB and its Relationship with the Eurozone Member States: Between Central Bank Independence and Central Bank Intervention*. 50 CML Rev, 2013, p. 1579; Baroncelli, S. *The Independence of the ECB after the Economic Crisis*, in M. Adams et al. (eds), *The Constitutionalization of European Budgetary Constraints* (Hart 2014).

³¹⁸ Eeckhout, P., Waibel, M. *'The United Kingdom'*, XXVI FIDE Congress Vol 1: *The Economic and Monetary Union: Constitutional and Institutional Aspects of the Economic Governance within the EU* (Djøf publishing 2014) p. 641 ss.

salvaguardie. La Corte è stata convinta dalle rassicurazioni della Banca Centrale Europea che qualsiasi attuazione del Programma avrebbe contenuto tali salvaguardie: la distorsione delle condizioni in base alle quali uno Stato membro può vendere le sue obbligazioni nel mercato primario sarebbe limitata - non annunciando in anticipo l'intenzione della Banca di acquistare le obbligazioni di uno Stato membro nel mercato secondario, e consentendo che trascorra un lasso di tempo ragionevole tra la vendita delle sue obbligazioni da parte dello Stato membro nel mercato primario e la loro successiva acquisizione da parte della Banca Centrale Europea.

La Corte ha inoltre ritenuto che la possibilità che la Banca acquisti le obbligazioni di uno Stato membro nel mercato secondario non avrebbe di per sé ridotto l'incentivo degli Stati membri a perseguire una politica di bilancio prudente, data la natura limitata del Programma di Transazioni Monetarie Definitive e i casi limitati in cui potrebbe essere utilizzato. Infine, rendere l'acquisto di obbligazioni all'interno del Programma condizionato al rispetto da parte dello Stato membro della condizionalità del Meccanismo Europeo di Stabilità/ Fondo Europeo per la Stabilità Finanziaria, garantirebbe, secondo la Corte, che gli Stati membri beneficiari di assistenza finanziaria non vedrebbero l'acquisto di obbligazioni attraverso il Programma OMT come un'alternativa alla consolidazione fiscale³¹⁹.

In definitiva, la Corte ha concluso che il Programma di Transazioni Monetarie Definitive - così come presentato nel comunicato stampa e soggetto alle salvaguardie spiegate dalla Banca Centrale Europea davanti alla Corte - è compatibile con il divieto di finanziamento monetario: in tali condizioni, l'acquisto indiretto di obbligazioni attraverso il Programma OMT avrebbe un effetto sull'accesso al credito degli Stati membri, ma tale effetto non sarebbe equivalente a quello dell'acquisto diretto di obbligazioni dagli Stati membri (finanziamento monetario) e non sconfiggerebbe lo scopo del divieto di finanziamento monetario, che è incoraggiare gli Stati membri a perseguire una politica di bilancio prudente.

Ricapitoliamo ora, velocemente, le due ragioni interconnesse alle limitazioni dei poteri della BCE, già evidenziate nel capitolo 1: la prima è il principio generale

³¹⁹ Majone, G. *Rethinking the Union of Europe Post-Crisis* (Cambridge University Press 2014) p. 134, 165, 173.

dell'indipendenza delle banche centrali e la separazione tra politica monetaria, da un lato, e la politica fiscale ed economica condotta da un diverso ramo del governo (in questo caso, a livello nazionale) dall'altro. La seconda ragione è la preservazione della configurazione dell'Unione Economica e Monetaria come un'unione valutaria che non è un'unione di trasferimento, ovvero dove gli stati membri sono responsabili per i propri debiti. Ogni ragione verrà ridiscussa a sua volta.³²⁰

La robusta indipendenza delle banche centrali, in generale, preserva la separazione tra politica monetaria, da un lato, e ampia politica economica e fiscale, dall'altro. Si suppone che ciò sia propizio a una politica monetaria coerente che non fluttui a causa di considerazioni politiche di breve termine, ovvero una politica monetaria che non diventi più accomodante ogni volta che il governo di turno cerca la rielezione, per esempio.

In ultima analisi, l'indipendenza delle banche centrali si basa sulla loro natura di organi esperti indipendenti, che sono meglio posizionati per svolgere un compito che è scientifico piuttosto che politico, cioè si suppone che agiscano in aree dove esiste una decisione tecnica corretta, a differenza di aree che richiedono giudizi di valore. Tradizionalmente, la politica monetaria è stata considerata tecnica, mentre la politica economica è stata considerata nell'ambito della politica. Ovviamente, c'è molto spazio per il disaccordo sul fatto che questa distinzione si mantenga nella pratica. In ogni caso, il ruolo tecnico e scientifico delle banche centrali, in opposizione a uno che comporta la presa di decisioni politiche, è utilizzato anche per giustificare la loro mancanza di controllo democratico e legittimità degli input, che è il rovescio della medaglia della loro indipendenza. Questa giustificazione si indebolirà più una banca centrale è vista oltrepassare il suo ruolo tecnico. Di conseguenza, le banche centrali dovrebbero stare attente a non “interferire” nella politica economica e fiscale o, in generale, a non diventare troppo coinvolte nel dibattito politico. Allo stesso modo, non possono rischiare di diventare troppo coinvolte con gli stakeholder che sono influenzati dalle decisioni della banca centrale; tutti questi comportamenti porteranno

³²⁰ Wilsher, D. *‘Ready to Do Whatever it Takes? The Legal Mandate of the European Central Bank and the Economic Crisis’*, 15 Cambridge Ybk of Eur Legal Studies (2013) p. 503. Joerges, C. *Where the Law Ends*. 2014.

a considerare una banca centrale come un attore politicizzato e quindi a perdere credibilità e legittimità come organo esperto indipendente.

Sebbene sia una caratteristica delle banche centrali indipendenti in generale che il loro ruolo sia definito relativamente in modo ristretto, ciò era particolarmente vero per la Banca Centrale Europea. Primo, l'Unione Economica e Monetaria si basa su una particolare distribuzione di competenze tra l'UE (politica monetaria) e il livello nazionale (politica economica). I limiti al ruolo della Banca nella conduzione centralizzata della politica monetaria sono quindi imbevuti di un'ulteriore significatività costituzionale che riguarda l'attribuzione verticale delle competenze all'interno dell'UE e degli stati membri. Secondo, è già stato menzionato che la configurazione originale dell'Unione Economica e Monetaria era basata su regole, piuttosto che sulla discrezionalità: ciò è vero anche per la definizione del ruolo della Banca Centrale Europea nei Trattati.

Questo ruolo ristretto e basato su regole rispondeva non solo alla concezione della politica monetaria come area tecnica che non richiedeva il livello di legittimità democratica richiesto in altre aree; è anche connesso all'ulteriore “disimpegno” della Banca rispetto alle banche centrali nazionali. Infatti, mentre le banche centrali nazionali sono indipendenti, operano comunque a fianco di un governo eletto democraticamente e del processo politico nazionale, mentre si è detto che la Banca operi in una sorta di vuoto politico. Una diversa manifestazione di questo disimpegno è che, in precedenza, la politica monetaria era in costante dialogo con le politiche sociali e del lavoro all'interno dell'ambito nazionale; il livello di reattività della politica monetaria ha dovuto cambiare una volta trasferito a livello dell'UE e diventato la stessa politica per tutti i paesi dell'area euro. Tutti questi fattori, insieme, contribuiscono a spiegare il ruolo ristretto attribuito alla Banca Centrale Europea nei Trattati e le preoccupazioni sorte a causa dell'espansione di questo ruolo a seguito della crisi dell'area euro.³²¹

³²¹ Hadjiemmanuil, C. *Democracy, supranationality and central bank independence*, in J. Kleineman (ed.), *Central Bank Independence: The Economic Foundations, the Constitutional Implications and Democratic Accountability* (Kluwer Law International 2001) p. 155.
22 Tuori, K., Tuori, K., (Cambridge University Press 2013) p. 221-231.

Il mandato della Banca Centrale Europea è anche limitato nei Trattati dalla natura dell'Unione Economica e Monetaria: non solo perché quest'ultima è stata creata come un'area prevalentemente basata su regole, come menzionato sopra, ma a causa dei principi sostanziali che la sottendono. L'Unione Economica e Monetaria è stata istituita come un'unione valutaria, dove gli stati membri mantengono la responsabilità della politica economica e fiscale generale, e dove sono responsabili nei confronti dei propri creditori per i propri debiti.

Di conseguenza, la Banca Centrale Europea è in grado di lavorare verso il suo obiettivo primario (mantenere la stabilità dei prezzi) attraverso una serie di misure che includono la fissazione dei tassi di interesse e la fornitura di liquidità al sistema bancario contro garanzie appropriate, agendo come “prestatore di ultima istanza” per le banche private. Ciò che non è in grado di fare, secondo i Trattati, è fornire liquidità direttamente all'UE o agli stati membri. I Trattati sono stati formulati in modo tale da precludere la possibilità che la Banca diventi prestatore di ultima istanza diretto per qualsiasi stato membro o per le istituzioni dell'UE; questa è un'ulteriore manifestazione del principio di autonomia fiscale nazionale e responsabilità che sottende anche la cosiddetta “clausola di non salvataggio”.

La crisi ha provocato cambiamenti drammatici nel ruolo e nelle pratiche della Banca Centrale Europea, che ha dovuto eseguire un difficile esercizio di bilanciamento tra le restrizioni imposte dai Trattati e le necessità di una situazione senza precedenti. Nel farlo, la Banca ha affrontato critiche per aver agito contro entrambe le ragioni evidenziate sopra: contro il principio di indipendenza e di separazione tra politica monetaria ed economica diventando politicizzata e cercando di dettare la politica economica o di influenzare gli stati membri nelle loro politiche economiche, e contro il divieto di finanziamento monetario degli stati membri stabilito nel Trattato, cambiando così la natura dell'Unione Economica e Monetaria. Come abbiamo visto in precedenza, entrambe le critiche si sono unite nel caso specifico del Programma OMT.³²²

³²² Khan, G., Kotzur, M. *European Union Treaties A Commentary*. Oxford: Hart publishing, 2015. Riesenhuber, K. *European Legal Methodology*, Cambridge: Intersentia Ltd, 2017.

Alla luce di quanto appena richiamato, la decisione su Gauweiler non è stata sorprendente, poiché in pochi si aspettavano che la Corte di Giustizia dichiarasse il Programma di Transazioni Monetarie Definitive incompatibile con il diritto dell'UE. Ma il diavolo sta sempre nei dettagli: quale interpretazione precisa del Programma OMT è conforme ai Trattati o, in altre parole, quali salvaguardie o limiti include questa interpretazione?

Come accennato in precedenza, la Corte costituzionale Federale Tedesca aveva affermato che solo una versione molto limitata del Programma di Transazioni Monetarie Definitive avrebbe potuto essere considerata conforme al diritto dell'UE (e alla costituzione nazionale). La Corte tedesca immaginava, in particolare, un'interpretazione che avrebbe impedito al programma OMT di interferire con la condizionalità del Meccanismo Europeo di Stabilità/Facilità Europea di Stabilità Finanziaria, oltre a un limite sulla quantità di obbligazioni che potevano essere acquistate, su quanto tempo potessero essere detenute e sulla possibilità di partecipare a un taglio del debito. Il problema era che una tale lettura limitata del Programma avrebbe potuto privare quest'ultimo della sua utilità.

Di fronte alla scelta tra l'interpretazione proposta dalla corte nazionale e la possibile ribellione di quest'ultima - una minaccia esplicitata nel riferimento tedesco - la Corte di Giustizia ha cercato di quadrare il cerchio scegliendo una via di mezzo: il Programma di Transazioni Monetarie Definitive non può essere illimitato per essere compatibile con il mandato della Banca Centrale Europea e i Trattati dell'UE, in generale; quindi, alcune salvaguardie devono essere integrate nel sistema. Ma queste salvaguardie non sono nuove - in quanto presentate dalla Banca come inerenti al Programma - o, particolarmente onerose, e non vanno tanto lontano quanto quelle proposte dalla Corte costituzionale Federale Tedesca come condizioni di legalità³²³.

La Corte di Giustizia ha cercato di riconoscere l'ampia discrezione della Banca Centrale Europea nel fare valutazioni economiche complesse e scelte tecniche, cercando allo stesso tempo di svolgere un ruolo significativo e necessario: sembra che la Corte non volesse essere vista come se mettesse in discussione le scelte politiche

³²³Judgment of 16 June 2015, *Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag*, C- 62/14, ECLI:EU:C:2015:400.

dell'organo esperto; quindi, si è concentrata sui requisiti procedurali e ha applicato un controllo leggero nel valutare la proporzionalità del regime. È nella parte finale della sentenza (quando valuta la compatibilità del Programma con il divieto di finanziamento monetario, e quindi con una delle caratteristiche essenziali dell'Unione Economica e Monetaria) che la decisione appare più rigorosa.

La Corte ha cercato di applicare, e di apparire come stesse applicando, un test di compatibilità coerente, abbastanza rigoroso ma entro i confini giudiziari. Gli sforzi della Corte risultano quindi convincenti? C'è certamente motivo di esercitare un certo grado di autocontrollo giudiziario quando si esaminano le decisioni politiche della Banca Centrale Europea, data la sua natura di organo esperto e l'indipendenza concessa a essa dai Trattati. E mentre la Corte potrebbe essere accusata di tracciare una linea arbitraria tra misure di politica monetaria ed economica, sembra impossibile non impegnarsi in distinzioni arbitrarie di qualche tipo - un'arbitrarietà che sembra imposta non dalla Corte stessa, ma dalla problematica separazione delle competenze al cuore dell'Unione Economica e Monetaria.

In definitiva, il giudizio sull'approccio della Corte dipende dalla visione più ampia dell'Unione Economica e Monetaria e del suo futuro. La decisione, in ogni caso può essere considerata in continuità con la linea di Pringle di ratificare uno spostamento da un'UEM basata sulle regole a una basata sulle politiche a seguito della crisi. Questo spostamento significa più discrezionalità e poteri per gli organi centrali come, in questo caso, la Banca Centrale Europea. Porta anche profondi cambiamenti nel modo in cui funziona l'Unione Economica e Monetaria e cosa significa per i suoi membri, in particolare in termini di potenziale di redistribuzione. Con le sue obiezioni al regime di Transazioni Monetarie Definitive, la Corte tedesca potrebbe essere vista come difensore della concezione originale, basata sulle regole, dell'UEM, con la sua enfasi su un ruolo limitato e apolitico per la Banca Centrale Europea, e sull'autonomia e responsabilità fiscale nazionale.

Alla fine, il disaccordo è destinato a rimanere tra chi è a favore e chi è contro questa evoluzione. Ci sono certamente argomenti su entrambi i lati: da un lato, questi cambiamenti ai fondamenti costituzionali dell'Unione Economica e Monetaria sembrano inevitabili e necessari se quest'ultima deve adattarsi e sopravvivere; dall'altro, ci sono preoccupazioni comprensibili riguardo alla democrazia, poiché una

maggiore politica centrale e una maggiore redistribuzione - portate attraverso cambiamenti incrementali come il Programma di Transazioni Monetarie Definitive - richiederebbero idealmente più politica e più legittimità democratica a livello dell'UE³²⁴.

3.b Il caso Weiss.

Un'ulteriore sentenza di rilievo, che merita una scrupolosa considerazione, è quella pronunciata sul caso Weiss. Quest'ultimo prosegue lungo il solco tracciato dall'analisi precedente, sebbene presenti distinzioni di notevole importanza.

Diversamente dal Caso Gauweiler, incentrato su un comunicato stampa, il caso Weiss verte su una decisione di natura tecnica concernente l'attuazione del programma PSPP. Un'ulteriore dissimilitudine di rilievo risiede nel fatto che, al momento della presentazione della questione preliminare, il programma PSPP era già stato attuato da tre anni, a differenza del programma OMT, che non aveva mai trovato attuazione. La portata temporale delle obbligazioni coinvolte si rivela inoltre assai più estesa, in quanto il PSPP comprende titoli con scadenze comprese tra 1 e 30 anni, a fronte di un massimo di 1-3 anni nel contesto dell'OMT.

Al momento di valutare le prime due questioni, l'Avvocato Generale Wathelet ha dapprima delineato il quadro analitico consolidato nel Caso Gauweiler, ossia la dottrina delle garanzie sufficienti, per poi articolare specifiche argomentazioni in proposito. Nonostante le divergenze tra i due programmi, entrambi prevedono l'acquisto di obbligazioni governative sui mercati secondari, pertanto, alla luce delle considerazioni precedentemente avanzate, l'ESCB non detiene l'autorizzazione a procedere con acquisizioni qualora queste ultime si traducano in un effetto equivalente all'acquisto sui mercati primari. Tale circostanza impedisce ai potenziali investitori in

³²⁴Judgment of the 27 November 2012, *Thomas Pringle v Government of Ireland and Others*, C-370/12, ECLI:EU:C:2012:756. Gibran Watfe, "The Impact of the ECB's Asset Purchase Programmes on Sovereign Bond Spreads in the Euro Area", abstract, 2015. Sideek M Seyad, "A legal analysis of ECB's OMT program to combat the debt crisis", *Journal of International Banking Law and Regulation*, (2015), available on: Westlaw.uk.

obbligazioni governative di nutrire certezze in merito all'eventuale riacquisto da parte dell'ESCB.

Attraverso l'analisi dei paragrafi 102 e 115 del Caso Gauweiler, l'Avvocato Generale Wathelet ha apportato un contributo significativo alla dottrina, con osservazioni pertinenti ai limiti precedentemente stabiliti. Nel contesto in cui l'ESCB procede all'acquisto di obbligazioni sul mercato secondario, è imprescindibile che l'operazione sia accompagnata da garanzie adeguate, al fine di assicurare che l'intervento non contravvenga all'articolo 123(1) TFEU e, al contempo, limiti l'impatto del programma della BCE sull'orientamento verso politiche di bilancio pubblico virtuose.³²⁵

Si manifesta, tuttavia, un'incertezza tra gli Stati membri riguardo alla capacità del PSPP di offrire garanzie idonee a prevenire una violazione dell'Articolo 123 TFEU. Sebbene la maggior parte degli Stati membri ritenga che il PSPP fornisca garanzie adeguate, tale visione non è condivisa dai ricorrenti nel procedimento principale. L'Avvocato Generale Wathelet si allinea alla posizione prevalente, ritenendo che le garanzie offerte siano sufficienti. In primo luogo, la responsabilità dell'ambito, dell'avvio e della sospensione del programma ricade sul Consiglio di Governo della BCE, aspetto tutt'altro che trascurabile. L'Avvocato Generale sottolinea, inoltre, che i verbali del Consiglio di Governo evidenziano come il PSPP sia soggetto a continue regolazioni e valutazioni, nei limiti necessari a perseguire l'obiettivo primario della BCE di stabilità dei prezzi, rendendo tale fattore un elemento chiave per la conformità con la dottrina delle garanzie significative.

L'argomentazione secondaria avanzata dall'Avvocato Generale appare alquanto insolita. Wathelet chiarisce che il PSPP rappresenta uno dei quattro sottoprogrammi dell'APP e che l'acquisto di obbligazioni governative nell'ambito del PSPP è subordinato agli altri programmi. Questa posizione suscita perplessità, in quanto il PSPP, data la sua dimensione, svolge un ruolo di primo piano nel quadro del Quantitative Easing nell'Unione Europea, contribuendo per oltre l'80% al volume totale degli acquisti di obbligazioni. La classificazione del PSPP come secondario

³²⁵Judgment of 16 June 2015, Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400. Gibran Watfe, "The Impact of the ECB's Asset Purchase Programmes on Sovereign Bond Spreads in the Euro Area", abstract, 2015.
Johnston, Andrew, Trevor, Pugh. *The Law and Economics of Quantitative Easing*. SSRN Electronic Journal, 2014, doi: 10.2139/ssrn.2463160, p. 25.

rispetto agli altri programmi da parte dell'Avvocato Generale risulta quindi di difficile comprensione, considerata l'entità del programma in termini di volume.³²⁶

In terza istanza, l'Avvocato Generale osserva la mancanza di selettività nell'acquisto delle obbligazioni. Diversamente dal programma OMT, che prevedeva acquisti selettivi, il PSPP contempla l'acquisto di titoli di tutti gli Stati membri, distribuiti secondo una chiave di capitale.

Il quarto punto sollevato concerne l'articolo 5 della Decisione 2015/774, il quale stabilisce due limitazioni sugli acquisti, inducendo l'Avvocato Generale a considerarle una garanzia volta a precludere la certezza di acquisto sul mercato secondario. Da una parte, è stabilito che gli acquisti di obbligazioni da parte dell'ESCB non eccedano il 33% di una singola emissione. Dall'altra, è precluso all'ESCB detenere una quota superiore al 33% delle obbligazioni di un singolo emittente per l'intera durata del PSPP. Questi limiti fungono da salvaguardie in due specifiche circostanze: innanzitutto, una volta raggiunto il tetto del 33%, non si procederà a ulteriori acquisti; in secondo luogo, tali limiti non impongono l'obbligazione di acquisire tale percentuale, contribuendo dunque all'incertezza.

Nell'ambito delle garanzie, l'Avvocato Generale illustra come l'incertezza relativa al periodo di embargo incrementi l'efficacia di quest'ultimo. Interrogato dal GCC³²⁷ sulla possibilità di una revisione giurisdizionale in merito al periodo di embargo, Wathelet non ha fornito una risposta diretta. Piuttosto, ha evidenziato come il comitato di gestione del rischio dell'ESCB disponga di competenze superiori rispetto alla Corte nell'assecondare la corretta formazione del prezzo. Un'analisi giurisdizionale del periodo di embargo da parte della Corte potrebbe influenzare le aspettative degli operatori di mercato, compromettendo così la formazione di un prezzo corretto.

La seconda questione specifica sollevata dal GCC indaga se le informazioni diffuse dalla BCE creino una certezza de facto riguardo all'acquisto delle obbligazioni. Il capo

³²⁶ Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 30-32.

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 45-46.

Andrej Lang, "B. National Courts Ultra vires review of the ECB's policy of quantitative easing: An analysis of the German Constitutional Court's preliminary reference order in the PSPP case. 2018, 55 *Common Market Law Review*, Issue 3, p. 933.

³²⁷ German Federal Constitutional court.

del Dipartimento Legale della Banca Centrale Tedesca, in un'audizione del 10 luglio, ha sottolineato una certa prevedibilità negli acquisti dell'ESCB, in particolare poiché un terzo delle obbligazioni governative può essere acquistato. Tuttavia, ciò non assume rilevanza a livello microeconomico. Nella stessa udienza, la BCE ha chiarito che il rapporto settimanale pubblicato sul proprio sito web dovrebbe bastare a delineare il contesto macroeconomico, ossia quali titoli detiene la BCE, senza però esplicitare le pratiche microeconomiche effettive di acquisto o tempistica.³²⁸

L'Avvocato Generale Wathelet conclude che le garanzie sopracitate appaiono sufficienti a garantire che il PSPP non si traduca in un effetto equivalente agli acquisti diretti per quanto concerne la certezza che determinate obbligazioni saranno acquistate. Su tale argomentazione si esprimono alcune riserve in dottrina. Infatti, la posizione secondo cui il PSPP sia considerato secondario rispetto agli altri programmi di QE non trova fondamento nella realtà, data la sua preponderanza in termini di volume. Inoltre, vi sono perplessità sull'efficacia dell'allocazione degli acquisti secondo la chiave di capitale, che si basa sulla dimensione della popolazione e sul PIL di ciascuno Stato membro, come salvaguardia adeguata a prevenire una violazione dell'Articolo 123 TFEU. Sebbene l'incremento complessivo delle chiavi di capitale si attesti a circa 7,5 miliardi di euro, l'intero volume del PSPP supera i 2 trilioni di euro, rendendo gli altri argomenti più convincenti in relazione alle prime tre questioni specifiche.³²⁹

Nel Caso Gauweiler, la BCE ha respinto l'affermazione del GCC secondo cui le obbligazioni sarebbero state detenute fino alla scadenza, poiché il programma OMT

³²⁸Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 50-51.

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 54.

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 55.

³²⁹DECISION (EU) 2015/774 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10), Article 6(2).

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 58.

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 60.

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 63.

prevedeva solo titoli con scadenze comprese tra 1 e 3 anni. Ha specificamente rigettato l'argomento del GCC, affermando che nulla nel comunicato stampa suggeriva che le obbligazioni sarebbero state detenute fino alla scadenza. Il GCC ha dato particolare rilievo a questa questione, includendola nel suo giudizio costituzionale. Di conseguenza, la contrarietà del GCC è stata marcata quando il PSPP ha esteso l'ambito a obbligazioni con scadenze comprese tra 1 e 30 anni, nonché la detenzione di parte di questi titoli fino alla scadenza. Come in entrambi i casi, la CGUE ha sottolineato come tale ampliamento contribuisca ad accrescere l'imprevedibilità del programma.

La CGUE, pertanto, assicura che gli acquisti non si configurino come misure equivalenti a un intervento creditizio dell'ESCB nei confronti degli Stati membri. La Corte sostiene che la detenzione di obbligazioni non sia preclusa dall'articolo 18.1 del Protocollo sull'ESCB e la BCE. Inoltre, la CGUE afferma che l'assenza di un obbligo di vendita delle obbligazioni non sia di per sé causa di violazione. Da un lato, la BCE può procedere alla vendita delle obbligazioni in qualsiasi momento; dall'altro, qualora la BCE detenesse le obbligazioni fino alla loro scadenza, ciò non diminuirebbe l'incitamento per gli Stati membri a perseguire politiche di bilancio prudenti.

La CGUE inizia ad esaminare le questioni relative all'Articolo 123 TFEU a partire dal paragrafo 101. La Corte si è largamente basata sulle dottrine di Pringle e Gauweiler per giustificare il PSPP nel Caso Weiss. Tuttavia, come indicato nell'opinione dell'Avvocato Generale, la Corte ha applicato ulteriori limitazioni stabilite dalla BCE per giustificare il PSPP in questa circostanza. L'incremento della durata delle obbligazioni nel PSPP è stato controbilanciato dalla dottrina delle garanzie sufficienti, che prevede due limiti: gli acquisti non devono tradursi in misure equivalenti agli acquisti sui mercati primari e devono essere integrate garanzie adeguate nel programma per prevenire la violazione e assicurare che l'orientamento degli Stati membri verso politiche di bilancio virtuose non sia compromesso dai programmi APP.

³³⁰Di conseguenza, le garanzie sufficienti sono state aggiornate per includere clausole

³³⁰Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 65.

ECB, "*Capital Subscription*", accessed on: www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html. Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:815, paragraph 69.

Judgment of the 11 December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000,

che impediscono all'ESCB di detenere oltre il 33% delle obbligazioni di una singola emissione e, contemporaneamente, vietano di detenere più del 33% delle obbligazioni di un singolo emittente in qualsiasi momento.

La CGUE afferma che le salvaguardie generali che devono essere implementate per rispettare i due limiti dipenderanno dalle caratteristiche specifiche del programma e dal contesto economico in cui viene attuato. Questa dichiarazione della CGUE aggiunge continuità alla dottrina stabilita intorno all'Articolo 123 TFEU. Qualora un altro programma dovesse essere implementato in futuro, le garanzie sufficienti stabilite dalla BCE saranno nuovamente esaminate alla luce delle caratteristiche particolari del programma e nel contesto della situazione economica prevalente.

La CGUE conclude infine che tale revisione sulla sufficienza delle garanzie sarà effettuata qualora il programma dovesse essere oggetto di contestazione. In tal modo, la Corte orienta parzialmente la dottrina su una base caso per caso. Tuttavia, è possibile sostenere che solo le garanzie sufficienti debbano essere riesaminate in ogni caso specifico, mentre al contempo la CGUE ha applicato la dottrina e l'interpretazione dell'Articolo 123 derivante dal Caso Gauweiler come giurisprudenza vincolante.

In sintesi, i programmi APP sono chiamati a muoversi lungo un confine sottile: da un lato, infondono fiducia nel sistema macroeconomico delle obbligazioni dell'Eurozona attraverso l'acquisto di alcune di esse e, dall'altro, la presenza dell'ESCB sui mercati non deve creare una certezza tra gli operatori che determinate obbligazioni saranno riacquistate dall'ESCB.

Il GCC riteneva che il PSPP potesse generare tra gli investitori una certezza de facto che le obbligazioni sarebbero state riacquistate sui mercati secondari. La CGUE spiega che la BCE ha introdotto varie salvaguardie (ancora una volta) per assicurare che gli investitori privati non agiscano come intermediari per l'ESCB. La CGUE esamina ulteriormente le salvaguardie illustrate nell'opinione dell'Avvocato Generale, chiarendo che l'intervento della BCE sarebbe incompatibile con l'articolo 123 TFEU qualora il partecipante al mercato fosse certo che la BCE acquisterà specifiche obbligazioni. Tuttavia, sono presenti numerosi fattori che impediscono tale certezza.

paragraph 150-1.

Judgment of 16 June 2015, Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400.

In primo luogo, il periodo di blackout, monitorato dalla stessa BCE, assicura che le obbligazioni non vengano acquistate immediatamente dopo la loro emissione. Il periodo di blackout è misurato in giorni piuttosto che in settimane, e gli acquisti possono avvenire anche mesi o anni dopo l'emissione, mantenendo quindi un'incertezza.³³¹

La BCE rende noto il volume previsto di acquisti per un determinato mese nell'ambito dell'APP. La CGUE applica una logica analoga a quella dell'opinione dell'Avvocato Generale e spiega che il volume indicato si riferisce all'intero APP e che gli acquisti del PSPP costituiscono solo una parte residua. In realtà, su questo argomento si ripresentano dei dubbi, poiché il PSPP, come evidenziato, rappresenta la maggior parte degli acquisti nell'ambito dell'APP. Il fatto che la BCE possa anche decidere di non effettuare acquisti in un determinato mese contribuisce, comunque, all'incertezza tra gli investitori.

In secondo luogo, gli acquisti devono essere distribuiti secondo la chiave di capitale, anche se la BCE può deviare da queste regole e, ad esempio, non effettuare alcun acquisto. La diversificazione dei titoli, con obbligazioni di tutte le scadenze, rende estremamente difficile per gli investitori sapere quali saranno acquistate. Infine, la CGUE spiega che, in realtà, se ci fosse una carenza di obbligazioni, ipotesi fermamente contestata dalla BCE, esistono comunque salvaguardie sufficienti per impedire agli investitori di avere certezze su quali titoli verranno acquistati. Come indicato nel paragrafo 79 dell'opinione dell'Avvocato Generale Wathelet, il PSPP consente di osservare il quadro macroscopico - che le obbligazioni verranno acquistate - ma il quadro microscopico non è visibile agli investitori e non offre loro alcuna certezza.

Secondo il sottocapitolo 2.5.3, possiamo osservare come la CGUE abbia valutato se le salvaguardie siano sufficienti in questo caso specifico. Dalla sentenza della CGUE, emerge che la BCE ha adottato salvaguardie sufficienti per impedire agli investitori di avere certezze riguardo a questo programma specifico. Di conseguenza, l'intervento tramite PSPP non è equivalente a un intervento sui mercati primari. Arriviamo quindi

³³¹Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, paragraph 106.

Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, paragraph 108.

alla sentenza, derivante dal fatto che il GCC ha interrogato se la Decisione 2015/774 fosse compatibile con l'articolo 123(1) TFEU.

Il GCC sosteneva che la certezza creata dall'intervento dell'ESCB potesse distorcere la situazione di bilancio a medio e lungo termine, compromettendo lo stimolo degli Stati membri a perseguire una politica monetaria sana. Per rispondere a questa domanda, la CGUE si è nuovamente affidata alla dottrina Gauweiler. Inizialmente, la CGUE fa riferimento ai paragrafi 108 e 110 del Caso Gauweiler, che spiegano come l'attuazione del PSPP faciliti in una certa misura il finanziamento degli Stati membri, sebbene ciò non sia decisivo ai fini della riduzione dello stimolo a seguire politiche di bilancio sane. Secondo la Corte, la conduzione della politica monetaria influenzerà sempre i tassi di interesse e, di conseguenza, il deficit pubblico degli Stati membri. Tuttavia, ciò non implica che il PSPP sia incompatibile con l'articolo 123 TFEU. Per evitare una riduzione dello stimolo a perseguire politiche di bilancio prudenti, il considerando 7 della decisione 2015/774 afferma che il PSPP verrà implementato solo fino a quando il Consiglio di Governo non osserverà un percorso sostenuto nello sviluppo dell'inflazione. Il concetto di condizionalità viene trasposto dal Caso Gauweiler a questo contesto per analogia.³³²

La BCE si riserva il diritto di vendere le obbligazioni in qualsiasi momento, consentendo così alla BCE di reagire ai cambiamenti nelle politiche degli Stati membri. Se gli Stati membri dovessero adottare politiche fiscali meno rigorose, la BCE potrebbe allontanarsi da loro in qualsiasi momento. L'articolo 3(2) della Decisione 2015/774 stabilisce criteri di qualificazione stringenti basati sulla valutazione del rating di credito. L'Avvocato Generale ha dichiarato nella sua opinione che gli Stati membri non possono fare affidamento sul PSPP per abbandonare politiche monetarie sane, poiché i titoli rischiano di essere declassati ed esclusi dal PSPP o l'ESCB potrebbe anche venderli tutti. La CGUE, quindi, ritiene che la Decisione 2015/774 non riduca lo stimolo a perseguire politiche di bilancio sane³³³.

³³²Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, paragraph 109.

Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, paragraph 113.

³³³Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, paragraph 115.

3.c La sentenza del Bundesverfassungsgericht del 5 maggio 2020.

Con la sentenza in oggetto, che fa seguito alla sentenza Weiss dell'11 dicembre 2018 con cui la Corte di giustizia ha confermato, su rinvio pregiudiziale della Corte costituzionale tedesca (Bundesverfassungsgericht, d'ora in poi BVerfG), la validità della decisione (EU) 2015/774 della Banca centrale europea del 4 marzo, lo stesso BVerfG ha affermato, in estrema sintesi, tre cose.

Innanzitutto, ha dichiarato che la sentenza della CGUE rappresenta un atto oltre i propri poteri ("ultra vires") che non è vincolante per il BVerfG, poiché essa "superava manifestamente il mandato giudiziario conferito alla CGUE dall'Art. 19 del Trattato sull'Unione Europea, risultando in un cambiamento strutturalmente significativo dell'ordine delle competenze a svantaggio degli Stati Membri".

In secondo luogo, ha affermato che, a causa dei suoi impatti sulla politica economica e fiscale e non solo su quella monetaria, anche la decisione della BCE con le sue modifiche rappresenta un atto oltre i propri poteri ("ultra vires"); di conseguenza, non deve essere applicata in Germania e non ha effetti vincolanti per gli organi costituzionali tedeschi, le autorità amministrative e i tribunali, che "non possono partecipare né allo sviluppo né all'attuazione, esecuzione o operazionalizzazione" della stessa.

Terzo, data la natura di tale decisione e delle sue modifiche, il Governo federale e il Bundestag dovrebbero intervenire presso la BCE affinché il suo Consiglio Direttivo riveda la decisione entro i limiti delle sue competenze entro tre mesi; in caso contrario, la Bundesbank non potrà più partecipare all'attuazione e all'esecuzione della decisione, né effettuare ulteriori acquisti di obbligazioni né contribuire a un aumento del volume mensile degli acquisti.³³⁴

Il collegamento in questa sentenza tra queste tre conclusioni è il mancato rispetto del principio di proporzionalità, che avrebbe viziato la decisione 2015/774. Nonostante il

Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000, paragraph 119 .

³³⁴ BVerfG, Judgment of the Second Senate of 05 May 2020 – 2 BvR 859/15 –, paras. 1-237.

BVerfG abbia riconosciuto, senza contestarle, le conclusioni contrarie della sentenza di Lussemburgo riguardo ad altri punti di presunta invalidità sollevati nel suo rinvio pregiudiziale, ha concentrato la sua attenzione sulla proporzionalità della decisione rispetto agli obiettivi di politica monetaria, che sono di esclusiva competenza della BCE secondo i Trattati, ritenendo che tale principio fosse stato violato dalla stessa.

Per la prima volta, la Corte costituzionale Federale Tedesca ha messo in pratica la sua teoria, precedentemente espressa solo in termini teorici, che sostiene l'esistenza di un limite al primato del diritto dell'Unione Europea e alla giurisdizione esclusiva della Corte di Giustizia Europea. Tale limite risiede nella capacità del BVerfG di esaminare se gli atti delle istituzioni dell'Unione rispettino i confini delle competenze assegnate all'Unione dalla Germania attraverso la ratifica dei Trattati Fondativi. Inoltre, la corte ha la facoltà di ritenere non applicabili nel sistema giuridico tedesco quegli atti europei che, a suo giudizio, eccedano tali limiti, definendoli *ultra vires*.

L'importanza della sentenza risiede primariamente nel suo essere il primo caso concreto di applicazione di una certa dottrina. L'immediato e vasto dibattito che ne è seguito, sia sul piano giuridico che politico, ne sottolinea la portata "storica" per l'Unione Europea. Il principio invocato dalla sentenza potrebbe avere effetti immediati o futuri su altri stati e corti nazionali, potenzialmente innescando un periodo di turbolenza non solo per il diritto dell'Unione, ma anche per il processo di integrazione europea. Anche se in passato altre corti costituzionali hanno affrontato questioni simili riguardo l'applicazione di normative europee, tali casi non si basavano su una visione d'insieme dei rapporti tra le corti nazionali e il diritto dell'Unione, o comunque si risolvevano attraverso un dialogo costruttivo con la Corte di Giustizia.

In questa occasione, tuttavia, le dichiarazioni della Corte costituzionale Federale Tedesca sono state nette e potrebbero avere un effetto di diffusione, specialmente considerando la posizione di leadership della Germania all'interno dell'Unione. Alla rilevanza politica si aggiunge poi quella giuridica della pronuncia. Dandole per la prima volta applicazione, essa ha anche il merito, infatti, di rendere meglio

comprensibile cosa effettivamente significhi una dottrina come quella dell'*ultra vires*³³⁵.

La sentenza si inserisce in un contesto più ampio in cui diverse corti costituzionali nazionali tendono a ribadire la presenza di limiti costituzionali al predominio del diritto dell'Unione Europea. In passato, queste affermazioni di sovranità si basavano principalmente sulla protezione di elementi caratteristici del sistema costituzionale di ciascuno Stato, come la salvaguardia dei diritti fondamentali garantiti dalle rispettive costituzioni o l'identità costituzionale dello Stato stesso. Tuttavia, la teoria dell'*ultra vires* si concentra su un'area differente, ossia la distribuzione delle competenze tra l'Unione e gli Stati membri. Quest'area, pur essendo legittimata dalle costituzioni nazionali, rappresenta una dimensione esterna condivisa da tutti gli Stati membri, essendo stata definita e concordata attraverso i trattati costitutivi dell'Unione.

Nonostante il risultato simile di “non applicazione” del diritto dell'Unione, emerge quindi una distinzione significativa rispetto alle due interpretazioni originarie della teoria dei limiti costituzionali. Invocando il principio di *ultra vires*, le corti nazionali rivendicano il diritto o il potere di valutare, ciascuna per sé, non tanto l'impatto di specifiche norme dell'Unione su valori fondamentali propri del loro sistema giuridico - ambito in cui potrebbero comunque vantare una maggiore competenza interpretativa - ma piuttosto se l'Unione abbia rispettato i limiti delle sue competenze. Questi limiti sono stati stabiliti in modo uniforme per tutti gli Stati membri nei trattati fondativi e non presentano peculiarità nazionali legate alle modalità con cui ciascuno Stato ha regolamentato internamente il proprio rapporto con l'Unione.

Senza entrare nel merito della validità generale dei limiti costituzionali come concetto, si solleva un interrogativo fondamentale: l'invocazione del principio di *ultra vires* per escludere l'applicazione di un atto dell'Unione potrebbe minare seriamente l'uniformità e, forse, l'integrità stessa del diritto dell'Unione, ancor prima di intaccare il suo primato. Questo principio potrebbe permettere a ogni Stato membro di rifiutare l'applicazione di un atto dell'Unione nel proprio sistema giuridico, con il rischio che,

³³⁵ Tom Flynn. I controlimiti dell'*ultra vires* e la sentenza della Corte costituzionale tedesca del 5 maggio 2020, Roberto Adam. Constitutional pluralism and loyal opposition.

se tale pratica diventasse comune, l'ordine giuridico dell'Unione potrebbe frammentarsi.

La Corte costituzionale Federale Tedesca (BVerfG) ha sottolineato che tale facoltà dovrebbe essere esercitata solo in circostanze eccezionali, quando gli Stati membri, in qualità di “Signori dei Trattati”, si trovano di fronte a una violazione manifesta e significativa dei limiti di competenza dell'Unione, situazione in cui le garanzie procedurali e istituzionali previste dal diritto dell'Unione non abbiano avuto effetto. Tuttavia, sorgono dubbi sulla facilità con cui questa condizione di “eccezionalità” possa essere disattesa o interpretata in modo elastico.

Una violazione sostanzialmente grave del principio di attribuzione, come indicato dalla sentenza del 5 maggio, si verificherebbe nel caso di “uno spostamento strutturalmente significativo delle competenze a svantaggio degli Stati membri”, a causa dell'importante impatto che tale violazione avrebbe sul principio di attribuzione stesso. Tuttavia, la sentenza specifica che tale situazione si configurerebbe quando l'azione contestata di un'istituzione dell'Unione avrebbe dovuto, in realtà, essere preceduta da una modifica dei Trattati o dall'uso di una clausola di evoluzione che comunque richiederebbe l'intervento dei parlamenti nazionali. Questo scenario non identifica una categoria specifica e grave (e quindi eccezionale) di violazioni del principio di attribuzione, ma piuttosto la loro “normalità”, dato che, per definizione, qualsiasi azione dell'Unione che superi le competenze conferitele senza seguire le procedure indicate dalla Corte costituzionale Federale Tedesca (e previste dai Trattati) costituirebbe una violazione di tale principio.³³⁶

Il punto cruciale, però, è che la valutazione dell'esistenza o meno di questa condizione sarebbe lasciata alla completa discrezione degli stessi Stati (o meglio, delle loro corti supreme). E, come sottolinea la Corte costituzionale Federale Tedesca, la natura manifesta della violazione attribuita all'Unione potrebbe essere dichiarata anche in presenza di opinioni divergenti “nell'ambito giuridico, politico o mediatico”. Secondo questa prospettiva, una conclusione dello Stato in tal senso sarebbe quindi considerata

³³⁶ BVerfG, par. 154-235, The PSPP Judgment of the German Federal Constitutional Court: Throwing Sand in the Wheels of the European Central Bank, Annamaria Viterbo;

sufficiente “anche quando deriva soltanto da un'interpretazione attenta e minuziosamente motivata”.

Questa impostazione, nel suo complesso, finisce per “conferire legittimità” all'invocazione del limite dell'*ultra vires* in un'ampia varietà di contesti, basati su un criterio che difficilmente può essere considerato obiettivo. Questo rischia di trivializzare l'uso di tale meccanismo da parte degli Stati, poiché il suo impiego sarebbe determinato esclusivamente dalla contrapposizione tra la “interpretazione attenta e dettagliatamente motivata” (della corte suprema) di uno Stato membro e quella effettuata dall'istituzione dell'Unione che ha emesso l'atto presumibilmente oltrepassando i limiti delle sue competenze.

Tuttavia, questa impostazione porta anche a riconsiderare il fondamento teorico stesso di questo limite, come delineato dalla Corte costituzionale Federale Tedesca, ovvero che gli Stati membri rimangono i “Signori dei Trattati” e che, di conseguenza, spetterebbe a loro l'ultima parola su una potenziale “violazione” delle proprie competenze da parte dell'Unione e delle sue istituzioni, nel caso in cui non vi sia stata una correzione da parte delle stesse.³³⁷

In effetti, come dimostra l'esito pratico di questa premessa nel caso specifico, un'iniziativa di questo tipo non è solo il risultato di una valutazione unilaterale dello Stato che la intraprende, ma non considera nemmeno la possibilità che essa possa entrare in conflitto diretto non tanto con opinioni divergenti “nell'ambito giuridico, politico o mediatico”, quanto piuttosto con la diversa valutazione degli altri Stati membri, come si è visto nella causa Weiss. Molti Stati non hanno presentato osservazioni alla Corte di Giustizia, distanziandosi implicitamente dalla posizione sostenuta dalla BVerfG nel suo rinvio pregiudiziale (e nella successiva sentenza del 5 maggio); mentre quelli che lo hanno fatto (Finlandia, Francia, Grecia, Italia e Portogallo) hanno esplicitamente supportato una tesi contraria a quella dei giudici di Karlsruhe. E questo contrasto di opinioni riguardava - è importante sottolinearlo - non la tutela di un aspetto identitario o specifico della costituzione tedesca, che avrebbe potuto giustificare, almeno in teoria, tale divergenza, ma l'interpretazione di una

³³⁷The Judgment Of The German Federal Constitutional Court On The Public Sector Purchase Programme (Pssp) Of The European Central Bank (Ecb): Has The Court Gone Too Far? Marta Caredda And Giulio Napolitano;

norma, quella dei limiti della politica monetaria dell'Unione, che è comune e condivisa da tutti gli Stati membri.

Di fronte a queste considerazioni, appare piuttosto inappropriato etichettare la presunta violazione di *ultra vires* come manifesta. Inoltre, l'assunto che gli Stati membri siano i “Signori dei Trattati” appare singolare, poiché suggerisce che ciascuno possa agire indipendentemente dagli altri, o che, almeno nel contesto specifico del caso legale lussemburghese discusso, uno Stato possa ritenersi più “Signore” rispetto agli altri. Questo porta alla conseguenza che, in caso di disaccordo tra questi “Signori” riguardo al superamento dei limiti di competenza da parte dell'Unione, non esisterebbe un meccanismo per risolvere tale disaccordo. L'applicazione esplicita o implicita dell'*ultra vires* alla Corte di giustizia implica che tale meccanismo non possa essere identificato nella stessa Corte. Si crea quindi un paradosso.

La situazione mina la natura stessa del sistema giuridico dell'Unione, che è stato descritto fin dagli anni '60 dalla Corte di giustizia come un “ordine giuridico di nuovo genere nel campo del diritto internazionale”, proprio per il principio di supremazia del diritto dell'Unione su quello nazionale. Questo concetto è stato ribadito, tra l'altro, dalla Dichiarazione n. 17 sul primato allegata al Trattato di Lisbona. Tuttavia, attraverso la teoria dell'*ultra vires*, ci si troverebbe paradossalmente in un sistema che, sotto certi aspetti, tutela meno gli impegni convenzionali tra gli Stati rispetto al diritto internazionale stesso. Il diritto internazionale, infatti, stabilisce alcune garanzie contro la possibilità che uno Stato parte di un trattato multilaterale possa dichiarare l'invalidità e la conseguente non applicazione di una norma del trattato. Inoltre, come evidenziato dalla Convenzione di Vienna del 1969 sul diritto dei trattati, eventuali pretese di questo tipo sono soggette a procedure di previa informazione e consultazione con altre parti contraenti.³³⁸

Il concetto di controlimite dell'*ultra vires* applicato dalla Corte costituzionale tedesca nei confronti della Corte di Giustizia è quindi una questione di notevole importanza. La decisione del BVerfG del 5 maggio ha messo in evidenza alcune peculiarità significative relative a questo primo caso di applicazione della dottrina dell'*ultra vires*.

³³⁸ Pushing the EU to a Hamiltonian Moment: Germany's Court Ruling and the Need to Build a Fiscal Capacity Force a Constitutional Debate, Daniela Schwartz;

In primo luogo, è essenziale riconoscere che l'adozione di questa dottrina da parte del BVerfG rispetto alla Corte di Giustizia non era completamente inaspettata. Tuttavia, anche in una prospettiva più ampia, il rifiuto di applicare a livello nazionale un atto delle istituzioni europee potrebbe comunque richiedere di ignorare, sia implicitamente sia esplicitamente (come nel caso specifico), qualsiasi decisione già emessa o potenzialmente futura della Corte di Giustizia riguardo alla validità di tale atto. Inoltre, l'interpretazione dell'*ultra vires* come un diritto o potere del BVerfG di determinare l'inapplicabilità di atti dell'Unione che superino i limiti delle competenze conferite, invadendo quelle dello stato membro, apre la porta a possibili applicazioni anche verso le decisioni stesse della Corte di Giustizia.

La critica principale rivolta dal BVerfG alla Corte di giustizia non riguarda un'ipotetica violazione dei confini di competenza, ma piuttosto un'accusa di non aver adeguatamente seguito il mandato previsto dall'articolo 19, paragrafo 1, del Trattato sull'Unione Europea (TUE). La controversia ruota intorno all'interpretazione che la Corte di giustizia ha fornito nei suoi giudizi, che secondo il BVerfG, avrebbero trascurato gli approcci interpretativi tradizionali europei o, in senso più ampio, i principi giuridici generali condivisi dalle legislazioni degli Stati membri.

In particolare, il BVerfG contesta la sentenza della Corte di giustizia dell'11 dicembre 2018, sostenendo che essa abbia interpretato eccessivamente in senso lato le competenze della Banca Centrale Europea nel contesto del Public Sector Purchase Programme (PSPP). Tale interpretazione, secondo il BVerfG, non avrebbe tenuto debitamente conto dell'importanza e della portata del principio di proporzionalità, come stabilito dall'articolo 5 del TUE, che dovrebbe applicarsi anche alla distribuzione delle competenze. Di conseguenza, la Corte di giustizia avrebbe effettivamente alterato l'equilibrio delle competenze a svantaggio degli Stati membri, rendendo la sua decisione un atto *ultra vires* e quindi non vincolante per la Germania.³³⁹

Questa interpretazione della Corte di giustizia è vista come un cambio metodologico significativo che ignora gli effetti reali del PSPP sulla politica economica degli Stati

³³⁹ The judgment of the German federal constitutional court and the court of justice of the European union – judicial cooperation or dialogue of the deaf, José Luís da Cruz Vilaça;

membri, i quali avrebbero visto le proprie competenze in materia economica formalmente compromesse.

In sostanza, la critica mossa dal BVerfG alla Corte di giustizia, accusata di aver agito *ultra vires*, è chiaramente centrata sulla metodologia argomentativa utilizzata per giungere alla conclusione, nella sentenza Weiss, che la decisione della BCE sul PSPP “non viola il principio di proporzionalità”.

È sorprendente di per sé che si sollevi questa questione. L'incarico affidato alla Corte di giustizia dall'articolo 19, paragrafo 1, del TUE è, infatti, quello di agire come l'ultima istanza giudiziaria per il diritto dell'Unione. Come ogni giudice, la Corte definisce le questioni che le vengono presentate seguendo i metodi giurisdizionali stabiliti dai Trattati, attraverso un ragionamento che può essere condiviso o meno, e che, anche se discutibile, rientra nel suo essenziale mandato giudiziario e quindi, per definizione, è pienamente conforme a tali confini. Lo stesso BVerfG lo riconosce, ammettendo che “l'interpretazione e l'applicazione del diritto dell'UE, inclusa la determinazione degli standard metodologici applicabili, spettano primariamente alla Corte di giustizia, che è chiamata dall'art. 19, secondo comma, del TUE a garantire che il diritto sia osservato nell'interpretare e applicare i Trattati”.

Il BVerfG prosegue affermando che le sue decisioni devono essere rispettate “anche quando si adotta una visione contro la quale potrebbero essere formulati argomenti convincenti”. Tuttavia, ciò sarebbe valido, secondo il BVerfG, “finché la Corte di giustizia applica principi metodologici riconosciuti e la decisione che emana non è arbitraria da un punto di vista oggettivo”. In caso contrario, come già menzionato, il mandato conferito dall'art. 19, par. 1, del TUE “viene superato”.³⁴⁰

Ciò che rende particolarmente singolare questa conclusione è il motivo per cui, secondo il BVerfG, la Corte di giustizia si sarebbe allontanata dai “principi metodologici riconosciuti” di interpretazione del diritto dell'Unione, risultando in una sentenza “oggettivamente arbitraria”. La Corte di Karlsruhe sostiene infatti che i metodi interpretativi cui dovrebbe attenersi la Corte di Lussemburgo sono basati sulle “tradizioni legali (costituzionali) comuni agli Stati membri”, come sarebbe confermato dai richiami a queste tradizioni negli articoli 6, paragrafo 3, del TUE e 340, paragrafo

³⁴⁰ BVerfG, par. 112-133;

2, del TFUE. Nel caso specifico, uno dei test imposti da tali tradizioni, relativo all'interpretazione della decisione della BCE (e in particolare alla sua proporzionalità), non sarebbe stato applicato dalla Corte di giustizia.

Continuando con l'analisi, è fondamentale riconoscere che mentre la Corte di giustizia dell'Unione Europea ha la libertà di trarre ispirazione da una varietà di metodi interpretativi, internazionali o statali, essa ha sempre mantenuto un approccio autonomo nella sua giurisprudenza. Questa autonomia è evidente non solo nella selezione dei metodi interpretativi ma anche nel loro adattamento alle esigenze e al contesto unico dell'Unione Europea. In questo processo, la Corte non ha mai abbandonato la sua prerogativa di adeguare questi metodi per riflettere una sintesi equilibrata e rappresentativa delle diverse tradizioni giuridiche degli Stati membri.

Questo approccio si rivela particolarmente pertinente quando si considera l'uso delle tradizioni costituzionali comuni degli Stati membri. La Corte di giustizia ha regolarmente integrato questi elementi nei suoi ragionamenti giuridici, ma ha sempre fatto attenzione a garantire che tali riferimenti non compromettessero la sua indipendenza interpretativa o l'autonomia dell'ordinamento giuridico dell'Unione. In altre parole, mentre tali tradizioni possono fornire utili spunti interpretativi, esse non vincolano la Corte in modo assoluto né precludono la possibilità di sviluppare un approccio interpretativo che sia congruente con i principi e gli obiettivi dell'Unione Europea.

Il riferimento alla CEDU nell'articolo 6 del TUE sottolinea ulteriormente questo punto. Anche se la CEDU serve come un importante punto di riferimento per i diritti fondamentali nell'UE, il suo impatto non è tale da limitare la discrezionalità interpretativa della Corte di giustizia. Piuttosto, fornisce un quadro di riferimento all'interno del quale la Corte può operare, assicurando che i suoi giudizi siano in linea con un ampio spettro di normative internazionali e di protezione dei diritti umani, pur rimanendo fermamente ancorati ai principi fondamentali dell'ordinamento giuridico dell'Unione.³⁴¹

³⁴¹Adam, Roberto. I controlimiti dell'ultra vires e la sentenza della Corte costituzionale tedesca del 5 maggio 2020;

In conclusione, mentre il BVerfG ha sollevato questioni significative riguardo alla metodologia interpretativa della Corte di giustizia, l'analisi evidenzia che la Corte ha mantenuto una posizione di autonomia interpretativa, rispettosa delle diverse tradizioni legali ma non vincolata rigidamente ad esse. Questa autonomia consente alla Corte di navigare tra le complesse e talvolta contrastanti esigenze giuridiche e politiche all'interno dell'Unione Europea, sostenendo così il suo ruolo unico come custode del diritto dell'Unione.

Nonostante tutto, il fulcro della sentenza del 5 maggio emessa dalla Corte di Karlsruhe rimane la questione della proporzionalità della decisione della BCE di avviare e successivamente prorogare il Public Sector Purchase Programme (PSPP). Questa è la base dell'accusa fatta alla Corte di giustizia di aver violato il mandato conferitole dall'articolo 19, paragrafo 1, del TUE, mettendosi in una situazione di *ultra vires*.

Il BVerfG sostiene che la Corte di giustizia abbia ecceduto il proprio mandato nella valutazione del rispetto del principio di proporzionalità in tale decisione. Secondo il BVerfG, i principi metodologici riconosciuti di interpretazione, radicati nelle tradizioni legali costituzionali comuni agli Stati membri, avrebbero richiesto che fosse condotto un test specifico che la Corte non ha effettuato. Tale test avrebbe dovuto verificare se la decisione avesse effetti economici tangibili oltre agli effetti formali di politica monetaria, potenzialmente oltrepassando i limiti delle competenze strettamente monetarie della BCE e influenzando le competenze in materia di politica economica, che rimangono nelle mani degli Stati membri. L'omissione di tale verifica e il conseguente bilanciamento tra questi effetti, secondo il BVerfG, ha portato la Corte di giustizia a “non considerare adeguatamente l'importanza e l'ambito di applicazione del principio di proporzionalità (Art. 5TUE)”.³⁴²

La critica della Corte costituzionale tedesca diventa qui più concreta, poiché il rimprovero non si limita solo a una mancanza di motivazione nella sentenza, ma anche e soprattutto a un controllo insufficiente o inadeguato sul rispetto di un principio generale dell'Unione, come il principio di proporzionalità. Tuttavia, alla base di questa accusa sembra esserci, da parte della Corte tedesca, un'interpretazione del contesto normativo che differisce da quella emersa dalla giurisprudenza di Lussemburgo e, in

³⁴² BVerfG par. 112-133;

questo caso, anche dalle norme esplicite dell'Unione. Il BVerfG collega esplicitamente il principio di proporzionalità al principio di attribuzione, che è alla base del sistema di competenze dell'Unione, affermando che “si applica anche alla divisione delle competenze”, e quindi, “quando applicato in questo modo, come intrapreso dalla CGUE, ... non può svolgere la sua funzione correttiva ai fini della salvaguardia delle competenze degli Stati membri”.

Questo punto di vista lascia perplessi, specialmente considerando che lo stesso BVerfG suggerisce altrove nella sua sentenza una “origine” tedesca del principio di proporzionalità e, quindi, implicitamente, la necessità di applicarlo sulla base dei criteri consolidati in quel diritto, pur invocando tale principio come disciplinato dall'art. 5 TUE e, quindi, più generalmente dal diritto dell'Unione. È evidente dalla lettura di questa normativa che il principio di attribuzione e quello di proporzionalità hanno portate completamente diverse nel sistema dell'Unione, con il principio di proporzionalità che si applica all'esercizio delle competenze conferite alle istituzioni dell'Unione dai Trattati. In effetti, il principio di proporzionalità si colloca a valle del principio di attribuzione, in quanto si applica all'esercizio di una competenza conferita, sia essa esercitata in virtù del principio di sussidiarietà o perché conferita in via esclusiva all'Unione; non incide, quindi, sulla distribuzione delle competenze tra Unione e Stati membri.

La giurisprudenza della Corte di giustizia conferma che il principio di proporzionalità richiede che “gli atti delle istituzioni dell'Unione non superino i limiti di quanto idoneo e necessario per il conseguimento degli scopi legittimi perseguiti dalla normativa in questione, con la precisazione che, se esiste una scelta tra più misure appropriate, si deve optare per quella meno restrittiva e che gli svantaggi causati non devono essere sproporzionati rispetto agli scopi perseguiti”. Inoltre, il controllo giurisdizionale sulle condizioni di attuazione di tale principio enfatizza che “solo l'inadeguatezza manifesta di una misura adottata in tale ambito, rispetto allo scopo che l'istituzione competente intende perseguire, può compromettere la legittimità di tale misura”, stabilendo che il

criterio non è se la misura adottata fosse l'unica o la migliore possibile, ma se essa fosse manifestamente inadeguata.³⁴³

Il principio di proporzionalità, esaminato sia attraverso le normative dei Trattati che attraverso le sentenze della Corte di giustizia, si applica agli atti delle istituzioni dell'Unione che hanno superato il test di competenza dell'Unione, o per i quali tale test non è stato sollevato, al fine di valutarne l'equità e la ragionevolezza dell'impatto sul settore regolato. È interessante notare che, nelle sentenze in cui sia il rispetto del principio di proporzionalità sia quello del principio di attribuzione vengono discussi, il primo viene generalmente sollevato dai ricorrenti in subordine al secondo.

Questa circostanza non dovrebbe sorprendere. La giurisprudenza della Corte di giustizia mostra chiaramente che il principio di proporzionalità viene applicato principalmente in relazione ai diritti delle persone o alle condizioni di esercizio delle attività economiche e imprenditoriali, che devono essere bilanciate, secondo questo principio, con ogni misura regolatoria adottata dalle istituzioni, per garantire un equilibrio tra gli interessi contrastanti, tenendo conto degli obiettivi perseguiti dalla misura specifica.

In effetti, la Corte ha riconosciuto che, per realizzare questa finalità, dovrebbero essere considerati anche gli interessi degli Stati membri. Tuttavia, ciò non dovrebbe essere interpretato, come sembra implicitamente suggerire il BVerfG, come una conferma del presunto legame tra il principio di proporzionalità e il rispetto delle competenze degli Stati membri. In alcuni casi citati dalla sentenza della Corte costituzionale tedesca, il “bilanciamento degli interessi contrapposti” è descritto come un “elemento chiave” del principio di proporzionalità, mentre si osserva che “nell'interpretazione delle competenze conferite all'Unione Europea”, sono generalmente coinvolti “interessi fondamentali degli Stati membri”.

Tuttavia, una lettura attenta della giurisprudenza citata dalla Corte di giustizia mostra come il riferimento agli interessi degli Stati nella valutazione della proporzionalità sia evocato in relazione non a una competenza di questi ultimi in contrapposizione con quella esercitata dall'Unione, ma alla necessità di tenere conto dell'impatto socio-

³⁴³ The European Central Bank and the German Constitutional Court: Police Patrols and Fire Alarms, Clément Fontan;

economico che un atto delle istituzioni potrebbe avere all'interno di uno Stato membro, a causa delle peculiarità della normativa nazionale nel settore interessato.

Un ultimo punto sollevato dal BVerfG nella sua critica sulla proporzionalità nella sentenza Weiss della Corte di giustizia riguarda l'ipotesi che la valutazione del rispetto di tale principio dovrebbe includere la considerazione degli effetti indiretti sostanziali che un atto dell'Unione produce al di fuori del settore formalmente regolato, per evitare che questi effetti prevalgano sugli obiettivi formalmente perseguiti dalla competenza su cui si basa l'azione dell'istituzione.³⁴⁴ La Corte di Karlsruhe osserva che “ignorare completamente gli effetti della politica economica del PSPP contraddice l'approccio metodologico adottato dalla Corte di giustizia dell'UE in quasi tutti gli altri ambiti del diritto dell'UE”, notando in particolare che “anche in relazione alle disposizioni che allocano competenze, la Corte di giustizia tiene conto degli effetti reali di una misura contestata nella sua revisione legale”.

La conclusione che ne deriva è quindi che “non è discernibile ... perché dovrebbe applicarsi uno standard diverso per delimitare le competenze per la politica monetaria e quella economica in questione”; e quindi, “senza fornire ulteriori motivazioni per giustificare questo diverso approccio, l'interpretazione intrapresa dalla Corte di giustizia non è comprensibile da un punto di vista metodologico”.

Tuttavia, l'argomentazione del BVerfG appare piuttosto incomprensibile, principalmente per la giurisprudenza che cita a sostegno di tale conclusione, che a una lettura dettagliata, sembra offrire poco supporto a tale argomentazione; anche quando si può intuire un contributo, come nel caso dell'interpretazione delle disposizioni attributive di competenza, essa sembra incoerente o addirittura controproducente. È il caso di alcune sentenze relative alle condizioni di utilizzo dell'articolo 114 TFUE sul funzionamento del mercato interno, che si allineano alla tradizionale giurisprudenza della Corte sulle basi giuridiche degli atti dell'Unione, che stabilisce come principio di base che, anche quando un atto persegue più di una finalità o ha più di una componente, esso deve essere fondato unicamente sulla base giuridica richiesta dalla finalità o componente che caratterizza in modo prevalente e preponderante l'atto nel suo complesso, escludendo pertanto qualsiasi rilevanza degli effetti sostanziali che un atto

³⁴⁴ BVerfG par. 119-133;

può produrre per la scelta della base giuridica per la sua adozione e, quindi, per l'individuazione della competenza ad adottarlo.³⁴⁵.

3.d Contraddizioni e conclusioni all'esito della pronuncia del BVerfG.

Un primo profilo dubbio della sentenza emessa dal BVerfG riguarda i destinatari della stessa. La sentenza emessa dalla Corte costituzionale tedesca, indirizzata formalmente al governo federale tedesco e al Bundestag, ha evidenziato come tali organi non abbiano agito per assicurare che le decisioni della BCE relative al PSPP rispettassero il principio di proporzionalità, violando così i diritti costituzionali dei cittadini tedeschi che hanno presentato ricorso. Tuttavia, la vera intenzione della sentenza sembra essere quella di influenzare direttamente gli organi dell'Unione Europea, in particolare la BCE, che secondo la Corte avrebbe dovuto fornire una maggiore trasparenza nelle sue valutazioni riguardo il programma di acquisto.

Nonostante la Corte costituzionale tedesca non abbia la competenza per giudicare la legittimità degli atti degli organi dell'UE, essa ha cercato di superare questo limite criticando l'inerzia del governo tedesco nel sorvegliare adeguatamente le azioni della BCE. Questa confusione sui veri destinatari della sentenza emerge chiaramente quando la Corte impone alla Bundesbank di cessare la partecipazione al programma di acquisto di titoli, concedendo un periodo transitorio di tre mesi per permettere un adeguato coordinamento con il sistema delle banche centrali. Questo divieto può essere revocato se, durante questo periodo, il Consiglio della BCE dovesse adottare una nuova decisione che giustifichi in modo comprensibile e ben motivato il bilancio tra gli obiettivi di politica monetaria e le implicazioni sulle politiche economiche e fiscali, dimostrando la proporzionalità delle sue azioni.

Interessante notare la differenza terminologica tra la versione tedesca e quella inglese della sentenza pubblicata sul sito della Corte, dove nella versione inglese si specifica

³⁴⁵ The German Federal Constitutional Court Ruling and the European Central Bank's Strategy
Lars P Feld, Volker Wieland ;

che la nuova decisione della BCE deve essere non solo comprensibile, ma anche adeguatamente motivata.³⁴⁶

Il divieto imposto alla Bundesbank di acquistare titoli di Stato nasconde in realtà un tentativo della Corte di influenzare indirettamente il Consiglio della BCE, imponendogli un obbligo di motivazione rafforzato. La Corte costituzionale tedesca aveva già sollevato la questione alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, richiedendo di valutare la legittimità delle decisioni della BCE, affermando così la competenza esclusiva della CGUE in materia. Tuttavia, di fronte a una risposta della CGUE che non corrispondeva alle sue aspettative, la Corte tedesca ha scelto di non seguire la decisione della Corte europea. Questo ha dato l'impressione che la richiesta alla CGUE fosse più una ricerca di conferma per le proprie posizioni piuttosto che un vero e proprio rinvio pregiudiziale, tanto che il governo italiano aveva già sottolineato l'irricevibilità di tale richiesta, ritenendola più simile a una sollecitazione di un parere. Un altro punto di dubbia comprensione risulta essere l'aver emesso una sentenza *ultra vires* volta a definire un'altra sentenza come tale, analizziamo nuovamente i passaggi. La Corte costituzionale tedesca ha categoricamente affermato che la sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea è “completamente incomprensibile” e agisce “*ultra vires*”, ovvero oltre i poteri concessi (§ 116). Il BVerfG ha criticato la Corte di Giustizia per non aver pienamente esercitato i suoi poteri, adottando una posizione di eccessiva auto-limitazione nei confronti della BCE, dedicando molte pagine dettagliate per spiegare perché una sentenza che dimostra eccessiva auto-restrizione possa essere considerata *ultra vires*.

Secondo la Corte tedesca, la Corte di Giustizia ha applicato il controllo di proporzionalità sulle decisioni della BCE in maniera troppo superficiale, limitandosi a verificare l'assenza di misure “manifestamente sproporzionate” (§ 156). Questa applicazione superficiale del principio di proporzionalità avrebbe portato a una mancata verifica del rispetto del principio di attribuzione dell'art. 5 TUE. Di conseguenza, la BCE avrebbe potuto estendere le proprie competenze oltre i limiti stabiliti dal Trattato. La Corte di Giustizia, non applicando un livello di scrutinio

³⁴⁶ The Ruling of the Bundesverfassungsgericht in PSPP – An Inquiry into its Repercussions on the Economic and Monetary Union, Published online by Cambridge University Press: 19 November 2020;

adeguato, avrebbe permesso questa espansione impropria delle competenze della BCE, in violazione del suo mandato trattatistico.

Il BVerfG ha indicato che l'interpretazione del principio di proporzionalità adottata dalla Corte di Giustizia “supera chiaramente” il mandato conferito dall'art. 19, comma 1, del TUE e determina un trasferimento indebito di competenze a danno degli Stati membri. Di conseguenza, la decisione della Corte di Giustizia “rappresenta un atto ultra-vires che non è vincolante per il BVerfG in questo caso”.³⁴⁷

A causa di ciò, il BVerfG ha ritenuto necessario esercitare i poteri non utilizzati dalla Corte di Giustizia, agendo di fatto ultra-vires poiché tale autorità non è assegnata alla Corte tedesca. In un paragrafo molto significativo (§ 164), il BVerfG ha ignorato alcuni principi fondamentali del diritto dell'Unione. La Corte tedesca ha sostenuto che per decidere sulla presunta inattività degli organi tedeschi, è necessario considerare una questione preliminare, cioè la validità delle decisioni della BCE. Per le ragioni sopra descritte, la Corte non può basarsi sulla decisione della Corte di Giustizia e pertanto ha deciso di procedere autonomamente a una nuova valutazione delle decisioni della BCE, utilizzando come criterio di legittimità le norme dei Trattati.

Inoltre, la Corte di Karlsruhe ha affermato che le decisioni della BCE relative al programma di acquisto “mancano di considerazioni adeguate sulla proporzionalità”, eccedendo quindi le competenze attribuite dall'art. 127 TFUE, che si limitano alla politica monetaria e al supporto delle politiche economiche generali. Il BVerfG ha enfatizzato che il Sistema europeo di banche centrali può supportare le politiche economiche nell'Unione, ma non può stabilire e perseguire un proprio programma di politica economica.

Di conseguenza, il BVerfG ha definito la sentenza della Corte europea come ultra-vires a causa della sua eccessiva auto-limitazione e, come risultato, ha assunto il potere di giudicare sulla validità degli atti della BCE, intraprendendo a sua volta un'azione ultra-vires.

Nella sua sentenza, la Corte costituzionale tedesca ha inoltre esplorato approfonditamente le varie dimensioni economiche, sociali e fiscali che, a suo avviso,

³⁴⁷ La sentenza del Bundesverfassungsgericht del 5 maggio 2020 sulla BCE: una decisione contraddittoria, Angela Ferrari Zumbini;

la Banca Centrale Europea (BCE) avrebbe dovuto considerare nell'ambito del programma PSPP. La Corte sostiene che la BCE avrebbe dovuto analizzare e ponderare l'impatto del suo piano di acquisti sulle politiche fiscali e di bilancio dei singoli Stati membri (§§ 170-171), sull'ambiente bancario (§ 172), sugli individui colpiti indirettamente come proprietari di immobili, inquilini, ecc., esposti al rischio di bolle immobiliari e significative perdite per i risparmiatori (§ 173), e sulle imprese non profittevoli che possono continuare a sopravvivere grazie all'accesso a prestiti a basso costo nonostante la loro non redditività (§ 174). La Corte ha anche commentato il ruolo crescente di dipendenza del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) dagli Stati membri (§ 175).³⁴⁸

Due principali contraddizioni emergono dall'analisi delle funzioni della BCE da parte del BVerfG. In primo luogo, si osserva una contraddizione nel fatto che la BCE, un organo indipendente e progettato per essere immune da pressioni governative, riceva direttive da una Corte costituzionale nazionale riguardo al merito delle sue decisioni. In secondo luogo, la Corte tedesca critica la BCE per non aver considerato le implicazioni economiche e fiscali del suo programma di acquisti, violando così i principi di attribuzione e proporzionalità. Questo è paradossale dato che la BCE non ha competenze dirette in materia economica e fiscale. La critica suggerisce che, limitandosi alla politica monetaria, sua competenza principale, la BCE agisca *ultra-vires* per non aver preso in considerazione altri aspetti, per i quali, però, non ha competenza.

Il BVerfG mette in luce come le decisioni prettamente monetarie abbiano rilevanti conseguenze economiche e sociali; per esempio, supportare gli Stati nell'emissione di debito attraverso il PSPP abbassa i tassi di interesse, influenzando negativamente i risparmiatori. Sebbene non esplicitato chiaramente, si può intuire che la sentenza suggerisca che la BCE, adottando il piano di acquisti, abbia in realtà preso decisioni che vanno oltre la mera sfera monetaria, avendo impatti economici e sociali significativi. Pertanto, le scelte della BCE non sono solo tecniche ma anche politiche

³⁴⁸ The PSPP judgment of the German Constitutional Court: An Abrupt Pause to an Intricate Judicial Tango, Dimitrios Kyriazis;

e, come tali, dovrebbero essere chiaramente esposte, con tutte le conseguenze ben delineate e motivate.

Infine, la sentenza mette in guardia contro il rischio di una “dominanza monetaria” da parte della BCE, che potrebbe influenzare le politiche fiscali degli Stati membri, sottraendo loro la capacità di definire autonomamente politiche di bilancio efficaci. Questa preoccupazione viene espressa nel contesto di un appello a una maggiore trasparenza e responsabilità nella comunicazione delle valutazioni economico-sociali della BCE, che permetterebbe ai governi nazionali e ai governatori delle banche centrali di posizionarsi meglio rispetto al piano di acquisti.

Nella sua dichiarazione, inoltre, il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) e le discussioni relative alle misure finanziarie di risposta alla crisi del Covid-19 non erano oggetto della sentenza, evidentemente per questioni temporali legate all’oggetto del giudizio. Tuttavia, un comunicato stampa sul sito del BVerfG ha precisato che “le misure di assistenza finanziaria dell'UE o della BCE legate all'attuale crisi da coronavirus non sono considerate in questa decisione”. Questa precisazione invita a un'analisi attenta dei paragrafi in cui il BVerfG descrive i meccanismi di condivisione del rischio del PSPP, per comprendere se le condizioni stabilite possano orientare decisioni future, in virtù dell’attenzione comunque dedicata dalla corte tedesca al tema oggetto del comunicato.³⁴⁹

All'interno della sentenza, ci sono sezioni che potrebbero delineare linee guida per decisioni future sui programmi di acquisto, inclusi quelli relativi alle sfide finanziarie poste dalla pandemia di Coronavirus. Il BVerfG ha osservato che la BCE ha progressivamente allentato i requisiti per partecipare al programma di acquisto, e ha specificato che un ulteriore abbassamento dei criteri di qualità creditizia al di sotto del livello Credit Quality Step 3 (§ 208) costituirebbe un abbassamento eccessivo degli standard. Questa osservazione, proiettata al futuro, suggerisce che se applicata al PSPP, potrebbe essere ritenuta valida anche per futuri programmi di acquisto.

In particolare, i paragrafi dal 222 al 228 offrono una riflessione approfondita. Il BVerfG afferma che il meccanismo di allocazione dei rischi del PSPP non infrange il

³⁴⁹ The Principle of Proportionality as a Legal Tool for Balancing Economic and Non-Economic Interests? A Comparative and EU Law Perspective, Diana-Urania Galetta.

principio di responsabilità e autonomia di bilancio del Bundestag. La Corte si rifà alla propria giurisprudenza pregressa, richiamando i limiti imposti dal Secondo Senato sulla responsabilità complessiva di bilancio del Bundestag (§ 227, citando i propri precedenti del 2012 e del 2019). Secondo questi principi, il Parlamento tedesco deve rimanere il custode delle decisioni di bilancio, non essendo ammissibile sottoscrivere trattati internazionali che comportino conseguenze finanziarie di vasta portata senza l'approvazione del Bundestag.³⁵⁰

La struttura attuale di condivisione dei rischi del PSPP è ritenuta conforme al principio democratico (§ 228), in quanto non prevede una redistribuzione del debito sovrano tra gli Stati membri. La Corte sottolinea le restrizioni imposte alla redistribuzione e alla condivisione delle perdite tra gli Stati membri, affermando che queste tutelano la capacità del Bundestag di mantenere il controllo sulla politica di bilancio generale. L'attuale regime di condivisione dei rischi è quindi un elemento cruciale (§ 225).

In conclusione, il Bundesverfassungsgericht afferma esplicitamente che, data l'entità degli acquisti di bond effettuati tramite il PSPP, che ammontano a oltre 2 mila miliardi di euro, un cambiamento retroattivo del regime di condivisione dei rischi potrebbe contrastare con il principio di responsabilità di bilancio del Bundestag come delineato da questa Corte, in quanto ciò potrebbe portare a una ricapitalizzazione della Bundesbank, implicando quindi l'assunzione di responsabilità per decisioni altrui con conseguenze potenzialmente imprevedibili (§ 227). Queste considerazioni possono essere interpretate come riferimenti impliciti alle attuali discussioni sui programmi di acquisto volti a gestire l'emergenza sanitaria da coronavirus, e potrebbero fungere da precedente su cui la Corte potrebbe basarsi in future decisioni.

Le possibili reazioni istituzionali alla sentenza del Bundesverfassungsgericht possono emergere sia dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea che dalla Banca Centrale Europea. In risposta alla sentenza, la CGUE ha emesso un comunicato stampa, ribadendo la sua posizione secondo cui le sue decisioni pregiudiziali sono vincolanti per i giudici nazionali e che è l'unico organo abilitato a valutare la legittimità degli atti delle istituzioni dell'UE.

³⁵⁰ The Judgment of the German Constitutional Court: a Warning About the Future of the Process of European Integration.

In futuro, è probabile che la CGUE affronti le critiche espresse dal BVerfG nei suoi obiter dicta. In primo luogo, il BVerfG ha giustificato il suo dissenso rispetto alla Corte europea affermando che, mentre la CGUE è incaricata di interpretare e applicare i Trattati garantendo uniformità e coerenza del diritto dell'Unione (§ 111), la Corte costituzionale tedesca valuta la legittimità degli atti europei sotto il prisma della costituzione tedesca, specialmente in riferimento al principio democratico, secondo cui tutte le azioni pubbliche in Germania devono riflettere la volontà popolare (§ 99). Di conseguenza, le interpretazioni delle due corti possono divergere, poiché i principi costituzionali nazionali e quelli dell'Unione possono non coincidere.

In secondo luogo, il BVerfG sostiene che, pur dovendo la CGUE tener conto delle tradizioni costituzionali comuni, ciò non significa che possa ignorare un principio costituzionale generale comune agli Stati membri (§ 112). Questo pone le basi per future discussioni sui limiti interpretativi e applicativi della Corte europea.

Dal lato della BCE, la Corte di Karlsruhe ha (indirettamente) invitato l'istituto a emettere una nuova decisione che giustifichi adeguatamente le sue valutazioni riguardanti le implicazioni economiche, sociali e fiscali del PSPP. Se la BCE decidesse di aderire a questa richiesta, potrebbe implicitamente riconoscere un certo grado di supervisione del BVerfG sulle sue attività, il che contravverrebbe al trattato e potrebbe creare un precedente pericoloso.³⁵¹ Le future decisioni della BCE potrebbero quindi essere soggette al controllo delle corti costituzionali nazionali, potenzialmente compromettendo l'uniformità dell'attuazione della politica monetaria europea³⁵².

Tuttavia, è plausibile che la BCE opti per una soluzione intermedia, fornendo chiarimenti sulle sue decisioni, forse richiamando atti precedentemente adottati con alcune precisazioni minori, ma senza rispondere pienamente alle richieste del BVerfG. È da notare che anche la BCE ha espresso il suo disappunto attraverso un comunicato stampa il giorno stesso della sentenza, sottolineando l'impegno del Consiglio della BCE a perseguire il proprio mandato per garantire che l'inflazione raggiunga i livelli desiderati e affermando l'intenzione di assicurare l'attuazione della sua politica

³⁵¹ The Autonomy of EU Law, Legal Theory and European Integration, Justin Lindeboom and Ramses A. Wessel.

³⁵² ANNUNZIATA, F., LAMANDINI, M., RAMOS MUNOZ, D., *Weiss and EU Union Banking Law. A Test for the Fundamental Principles of the Treaty*, 2020

monetaria in tutta l'Eurozona. Inoltre, la BCE ha ribadito che, secondo la sentenza della CGUE del dicembre 2018, le sue azioni rientrano nei limiti delle sue competenze.

All'esito dell'analisi proposta si può quindi chiarire che la sentenza tocca due questioni cruciali: prima, riafferma che gli Stati sono i “Herren der Verträge” (padroni dei trattati) e che l'Unione Europea non si è evoluta in uno Stato federale (§ 111). Secondariamente, il BVerfG sostiene che quando un organo europeo agisce *ultra-vires*, ossia oltre le competenze conferite dai trattati — competenze che solo gli Stati membri possono ampliare — si verifica una carenza di legittimazione democratica secondo le norme costituzionali tedesche, almeno per quanto riguarda la Germania.

Nonostante queste legittime preoccupazioni, le soluzioni proposte dal BVerfG appaiono contraddittorie. Sebbene la corte affermi che le situazioni in cui gli organi dell'UE agiscono *ultra-vires* sono rare e dovrebbero essere gestite con uno “spirito cooperativo”, alla fine si attribuisce la competenza per decidere in questi casi, argomentando che, sebbene la primazia del diritto dell'UE potrebbe essere minata se ogni Stato potesse giudicare la legittimità degli atti dell'UE, il non esercizio di un controllo su atti *ultra-vires* da parte degli Stati concederebbe agli organi UE un controllo esclusivo sui trattati (§ 111).

Di fatto, il BVerfG sostiene di aver esercitato il controllo *ultra-vires* anche nell'interesse degli altri Stati membri, che altrimenti avrebbero perso il controllo sui trattati e sulle competenze da attribuire all'UE. Tuttavia, gli altri Stati membri non hanno conferito tale mandato alla Germania, e alcuni di essi hanno partecipato al procedimento davanti alla CGUE per difendere le azioni della BCE.³⁵³

Nell'ambito della sua giurisdizione sugli atti *ultra vires*, il BVerfG fa inoltre riferimento ai principi generali come definiti dalla sua giurisprudenza. Ad esempio, quando tratta il principio di proporzionalità, critica la CGUE per non aver adottato lo scrutinio trifasico da esso elaborato, che distingue tra idoneità, necessità e adeguatezza. Questo approccio, che vede una corte nazionale rivendicare un ruolo dominante nella risoluzione di questioni europee, può trovare consenso in alcuni ambienti, probabilmente tra una larga parte della popolazione tedesca. Tuttavia, nel più ampio

³⁵³ Poli, S. The German Federal Court and its first *ultra vires* review: a critique and a preliminary assessment of its consequences.

contesto europeo, potrebbe portare a conseguenze non intenzionali, con il rischio di minare l'importanza e la sostenibilità della sentenza a livello europeo.

CONCLUSIONI

Nella presente tesi sono stati esaminati in modo approfondito gli strumenti e le misure di politica monetaria adottati dalla Banca Centrale Europea a partire dall'estate del 2012, un periodo cruciale segnato dalla crisi del debito sovrano nell'eurozona. Attraverso un'analisi dettagliata del quadro giuridico, delle strategie implementate e degli impatti economici di tali misure, è emerso un quadro complesso, ma coerente, delle sfide affrontate e delle soluzioni adottate dalla BCE.

Il quadro giuridico che sostiene l'operato della BCE è solido e ben delineato, fondato sui Trattati istitutivi dell'Unione Europea e sullo Statuto della BCE. L'indipendenza della BCE, sancita dal Trattato di Maastricht e rafforzata dagli emendamenti successivi, rappresenta una pietra miliare per l'efficacia delle politiche monetarie. Questa indipendenza ha permesso alla BCE di agire con decisione e flessibilità, rispondendo prontamente alle pressioni economiche e finanziarie senza subire indebite influenze politiche.

L'analisi degli strumenti di politica monetaria ha evidenziato come la BCE abbia adottato un approccio innovativo e adattivo per fronteggiare la crisi. Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), i programmi di acquisto di attività (APP) e le misure di tassi di interesse negativi sono solo alcune delle iniziative che hanno segnato una svolta nelle modalità operative della BCE. Questi strumenti, sebbene non privi di critiche e rischi, si sono dimostrati efficaci nel calmierare i mercati finanziari, ridurre i tassi di interesse e sostenere la liquidità nel sistema bancario.

Le misure adottate dalla BCE hanno avuto un impatto significativo sull'economia dell'eurozona. La stabilizzazione dei mercati finanziari, la riduzione delle differenze nei tassi di interesse tra i vari Paesi membri e il sostegno alla crescita economica sono stati risultati tangibili delle politiche implementate. Tuttavia, permangono sfide considerevoli, come la necessità di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale, nonché la gestione delle aspettative dei mercati e del pubblico.

L'esperienza della crisi del debito sovrano e delle risposte approntate dalla BCE offre numerose lezioni per il futuro. In primo luogo, è stata chiaramente dimostrata l'importanza di un quadro giuridico robusto e di un'istituzione indipendente. In secondo luogo, è risultata fondamentale la disponibilità di strumenti di politica monetaria flessibili e innovativi per affrontare crisi economiche complesse. In terzo luogo, la crisi ha evidenziato la necessità di un maggiore coordinamento tra le politiche economiche degli Stati membri dell'UE per garantire una risposta coerente ed efficace alle sfide macroeconomiche.

In prospettiva, la BCE dovrà continuare a evolversi e adattarsi ai nuovi contesti economici, mantenendo al contempo la sua indipendenza e il suo impegno per la stabilità dei prezzi. Le future crisi economiche e finanziarie richiederanno risposte altrettanto dinamiche e innovative, e la BCE sarà chiamata a svolgere un ruolo di primo piano in questo processo.

L'istituzione dell'Unione Bancaria rappresenta un passo fondamentale verso una maggiore integrazione e stabilità finanziaria nell'eurozona. Il Meccanismo di Vigilanza Unico (SSM) e il Meccanismo di Risoluzione Unico (SRM) hanno rafforzato la supervisione e la risoluzione delle crisi bancarie, contribuendo a ridurre i rischi sistemici e a proteggere i contribuenti. La BCE, in qualità di autorità di vigilanza centrale, ha svolto un ruolo chiave nel monitorare e risolvere le crisi bancarie, garantendo un approccio coordinato e uniforme alla supervisione finanziaria.

La supervisione macro-prudenziale e micro-prudenziale svolta dalla BCE e dalle autorità nazionali ha permesso di individuare e mitigare i rischi sistemici, contribuendo a rafforzare la resilienza del settore bancario. Le riforme del quadro normativo e la creazione di un sistema di vigilanza integrato hanno migliorato la trasparenza e la stabilità del sistema finanziario europeo.

Tuttavia, resta cruciale continuare a rafforzare la cooperazione tra le autorità nazionali e la BCE per affrontare le sfide future e garantire una supervisione efficace e tempestiva.

L'adozione di nuove tecnologie può migliorare l'efficienza e la trasparenza del sistema finanziario, ma comporta anche rischi in termini di sicurezza, protezione dei dati e stabilità finanziaria. Le innovazioni tecnologiche nel settore finanziario, come le criptovalute, la tecnologia blockchain e il fintech, rappresentano sfide e opportunità significative per la BCE, che ha dovuto adattarsi rapidamente a questi cambiamenti, sviluppando un quadro normativo flessibile e collaborando strettamente con le autorità di vigilanza per garantire una regolamentazione adeguata.

L'analisi del ruolo della BCE nell'innovazione tecnologica ha evidenziato l'importanza di un approccio proattivo e collaborativo. La BCE ha avviato iniziative per monitorare e regolamentare le nuove tecnologie, promuovendo al contempo l'innovazione e la competitività del settore finanziario europeo. La creazione di *sandbox* regolamentari e l'adozione di *best practices* per la *cybersecurity* sono emblemi dell'attenzione con cui la BCE sta affrontando le sfide poste dalle tecnologie emergenti.

Nello studio delle sentenze si è riscontrato che alcune corti nazionali hanno messo in dubbio l'autorità della BCE e della Corte di Giustizia dell'Unione Europea. In particolare, alcune sentenze hanno sollevato questioni sulla legittimità delle misure di politica monetaria adottate dalla BCE, come il programma di acquisto di titoli del settore pubblico (PSPP). Questi casi hanno evidenziato tensioni tra le competenze nazionali e quelle sovranazionali, sollevando interrogativi sull'equilibrio tra sovranità degli Stati membri e l'autorità della BCE e della CGUE.

Le sentenze della CGUE hanno confermato la legittimità delle misure della BCE, sottolineando l'importanza di mantenere l'indipendenza della Banca Centrale e di garantire la stabilità finanziaria nell'eurozona. Tuttavia, queste decisioni hanno anche evidenziato la necessità di un maggiore dialogo e coordinamento tra le istituzioni europee e nazionali per affrontare le sfide giuridiche e politiche che emergono nel contesto della politica monetaria.

Lo spettro di una privazione di potere in capo alle autorità europee deve essere quanto prima scacciato, evitando ulteriori casi di corti nazionali che si arroghino il diritto di

giudicare la legittimità di atti o strumenti dell'Unione europea, adottando così decisioni al di fuori delle loro competenze.

Guardando al 2024, la BCE si trova di fronte a un compito complesso: mantenere la stabilità dei prezzi in un ambiente economico globalmente interconnesso e in rapido cambiamento, garantendo al contempo una crescita economica sostenibile all'interno dell'eurozona.

La recente inflazione, che ha visto aumenti significativi in diversi settori, si è finalmente stabilizzata. Questo sviluppo positivo permetterà alla BCE di considerare un taglio dei tassi di interesse a giugno 2024, il primo dopo due anni. Questo taglio sarà finalizzato a stimolare una ripresa economica e a sostenere la domanda interna, in un momento in cui molti Stati membri stanno ancora recuperando gli effetti della pandemia di COVID-19. Inoltre, le tensioni geopolitiche, le instabilità nei mercati emergenti e le incertezze commerciali potrebbero influenzare negativamente le prospettive di crescita dell'eurozona.

In questo contesto, un taglio dei tassi di interesse potrebbe aiutare a mitigare gli effetti negativi di un rallentamento economico, favorendo la liquidità e il credito.

La BCE dovrà adesso mantenere un approccio flessibile e dinamico, ponderando attentamente ogni decisione di politica monetaria. La capacità di adattarsi rapidamente ai cambiamenti economici e tecnologici, garantendo al contempo la trasparenza e la responsabilità, sarà fondamentale per sostenere la stabilità e la prosperità dell'eurozona. Le scelte future della BCE saranno determinanti per costruire un'Europa economicamente stabile e resiliente, pronta a fronteggiare gli ostacoli che si prospettano e andare verso la direzione di una comunità di Stati forte e unita.

BIBLIOGRAFIA

ACHARYA, V. V., D. PIERRET, STEFFEN, S. *Lender of Last Resort versus Buyer of Last Resort-Evidence from the European Sovereign Debt Crisis*, Discussion paper 16-019, ZEW, 2016;

ACHARYA, V. V., STEFFEN, S. “The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks,” *Journal of Financial Economics*, 115(2), 215-236, 2015;

ACOCCELLA, N., BEQIRAJ, E., DI BARTOLOMEO, G., DI PIETRO, M., & FELICI, F. *An evaluation of alternative fiscal adjustment plans: The case of Italy. Journal of Policy Modelling*, 2020

ADAM, R. *La crisi della Grecia e l'assistenza finanziaria internazionale – Cronache dal Diritto Internazionale* LUISS, 2020;

ADAM., R., *Il controlimite dell'ultra vires e la sentenza della Corte costituzionale tedesca del 5 maggio 2020*, 2020

AFONSO A., ARGHYROU M. G., BAGDATOGLU G., KONTONIKAS A. *On the Time-Varying Relationship Between EMU Sovereign Spreads and their Determinants*, University of Glasgow, Working Paper, 2013;

AG Villalón in ECJ 16 June 2015 ECLI:EU:C: 2015:400 Gauweiler;

AGARWAL, R., M. KIMBALL. *Breaking Through the Zero Lower Bound*. IMF Working Paper: 15/224, 2015;

Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública. Certificados de Aforro;

AGUILAR P., ARCE O., HURTADO S., MARTÍNEZ-MARTÍN J., NUÑO G., THOMAS C. *The ECB monetary policy response to the COVID-19 crisis*, Documentos Ocasionales, No

2026, Banco de España, 2020;

AHMED, S., ZLATE, A., *Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World?* Journal of International Money and Finance, 48, 2014;

AIT-SAHALIA, Y., ANDRITZKY, J., JOBST, A., NOWAK, S., TAMIRISA, N., *Market Response to Policy Initiatives During the Global Financial Crisis*, Journal of International Economics, 87(1), 162-177, 2012

AKIYAMA, E., N. HANAKI, R. ISHIKAWA. *How do experienced traders respond to inflows of inexperienced traders? An experimental analysis,*” Journal of Economic Dynamics and Control, 45, 1–18, 2014;

AKIYAMA, E., N. HANAKI, AND R. ISHIKAWA. *How do experienced traders respond to inflows of inexperienced traders? An experimental analysis.* Journal of Economic Dynamics and Control, 2014;

ALBARETO, G. E MARINELLI, G. *Italian Banks and Market-Based Corporate Financing*”. Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, n. 432, Roma: Banca d’Italia, 2018;

ALBERTAZZI, U., NOTARPIETRO, A. SIVIERO, S. *An Inquiry into the Determinants of the Profitability of Italian Banks.* Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, n. 364, Roma: Banca d’Italia, 2016;

ALESINA, A., TABELLINI, G. *Bureaucrats or politicians? Part II: multiple policy tasks.* Journal of Public Economics, 2008;

ALESINA, A. F., E STELLA, A., *The Politics of Monetary Policy*, 2010

ALESSANDRINI, P. *Economia e politica della moneta.* Bologna: il Mulino, 2021;

ALMGREN, M., GALLEGOS, J. E., KRAMER, J., LIMA, R. *Monetary Policy and Liquidity Constraints: Evidence from the Euro Area*, 2019

ALLEN, F., CARLETTI, E., GOLDSTEIN, I., LEONELLO, A. *Government guarantees and financial stability*, 2017

ALSTERLIND, J., H. ARMELIUS, D. FORSMAN, B. JONSSON, A. WRETMAN. *How Far Can the Repo Rate be Cut?* Sveriges Riksbank, Economic Commentary: 2015/11;

ALTAVILLA, C., GIANNONE, D., E LENZA, M. *The Financial and Macroeconomic Effects of OMT Announcements*, Working paper 1707, ECB, 2014

ALTAVILLA C., BARBIERO F., BOUCINHA M., BURLON L. *The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions*. ECB Working Paper no.2465, 2020;

ALTAVILLA, C., GIANNONE, D. *Markets Beliefs about the effectiveness of non-standard monetary policy measures*, Universite Libre de Bruxelles, ECARES Working Papers Nos. 2014;

ALTAVILLA, C., G. CARBONI, MOTTO, R. *Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Lessons from the EuroArea*. European Central Bank, Working Paper Series, 2015;

ALTAVILLA, C., GIANNONE, D., LENZA, M. *Gli effetti finanziari e macroeconomici degli annunci di OMT*. BCE Documento di lavoro 1707, Banca centrale europea, 2014;

ALTAVILLA, C., CARBONI, G. MOTTO, R. *Programmi di acquisto di attività e mercati finanziari: Lessons from the Euro Area*. Documento di lavoro della BCE 1864, Banca Centrale Europea, 2015;

AMATO G., GUALTIERI R. (cur.), *Prove di Europa unita. Le Istituzioni europee di*

fronte alla crisi. Firenze, Passigli Editore, 2013;

AMIGHINI, F. G. *La crisi del 2007 - 2010*. Andamento spesa pubblica paesi UE 2009-2015, Eurostat.

AMMANNATI, L. E BILANCIA P. (cur.), *Governance dell'economia e integrazione europea*. Milano, Giuffrè, 2008;

AMPUDIA, M., GEORGARAKOS, D., SLACALEK, J., TRISTANI, O., VERMEULEN, P., VIOLANTE, G. L. *Monetary policy and household inequality*. ECB Working Paper No. 2170, 2018;

ANDRADE P., CAHN C., FRAISSE H., MÉSONNIER J-S. *Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTROS*. Banque de France, Working Paper no. 540, 2014;

ANDRADE, P., GHYSELS, E., E IDIER, J. *Inflation Risk Measures and Their Informational Content*, Discussion paper, 2014

ANDRADE, P., BRECKENFELDER, J., DE FIORE, F., KARADI, P., TRISTANI, O. *The ECB's asset purchase programme: An early assessment*. ECB Working Papers No. 1956, 2016;

ANDRADE, PHILIPPE, JOHANNES H. BRECKENFELDER, DE FIORE, FIORELLA, PETER KARADI E ORESTE TRISTANI. *Il programma di acquisto di attività della BCE: An early assessment*". Documento di lavoro della BCE 1956, Banca centrale europea, 2016;

ANDREJ LANG. B. *National Courts Ultra vires review of the ECB's policy of quantitative easing: An analysis of the German Constitutional Court's preliminary reference order in the PSPP case*. (2018), 55 *Common Market Law Review*, Issue 3;

ANGELINI, P. "Do High Levels of NPLs Impair Banks' Credit Allocation?", Notes on

Financial Stability and Supervision, n. 12, Roma: Banca d'Italia. 2018;

ANGELONI, I. *Financial integration of the eurozone: Looking back and going forward*, 2024

FERRARI ZUMBINI, A. *La sentenza del Bundesverfassungsgericht del 5 maggio 2020 sulla BCE: una decisione contraddittoria*, 2020;

ANGRICK, S., NEMOTO, N. *Central Banking Below Zero: The Implementation of Negative Interest Rates In Europe And Japan*, 2017;

ANNUNZIATA, F. *European Banking Supervision in the Age of the ECB. Landeskreditbank Baden-Württemberg-Förderbank v. ECB*. (March 13, 2018), Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3139567, 2018;

ANNUNZIATA, F., LAMANDINI, M., RAMOS MUNOZ, D., *Weiss and EU Union Banking Law. A Test for the Fundamental Principles of the Treaty*, 2020

ANTONIAZZI, S. *La Banca centrale europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Torino, Giappichelli, 2013;

ANTONIAZZI, S., *La Banca Centrale Europea tra politica monetaria e vigilanza bancaria*, Giappichelli, 2003 editore, Torino;

ARAI, NATSUKI. *Gli effetti degli annunci di politica monetaria al limite inferiore dello zero*. International Journal of Central Banking 13(2), 2017;

ARCE O., KOESTER G., NICKEL C. *Oneyear since Russia's invasion of Ukraine – the effects on euro area inflation*, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2021). *An overview of the ECB's monetary policy strategy*, BCE, Francoforte sul Meno, 2023;

ARCE, OSCAR, GIMENO, RICARDO, MAYORDOMO, SERGIO. *Fare spazio ai bisogni:*

The Credit-Reallocation Effects of the ECBs Corporate QE. Documento di lavoro della Banca di Spagna 1743, 2017;

ARCELLI, M. *L'economia monetaria e la politica monetaria dell'Unione europea*. Padova, Cedam, 2007;

ARGHYROU M. G., KONTONIKAS A. *The EMU Sovereign-Debt Crisis: Fundamentals, Expectations and Contagion*”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, no. 22, 2011;

ARMSTRONG, A., F. CASELLI, CHADRA, J., DEN HAAN, W. *Monetary Policy at the Zero Lower Bound*. VoxEU, August 2, 2015.

ARSLAN, Y., GULER, B. TASKIN, T. JOINT. *Dynamics of House Prices and Foreclosures*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 47 (S1), 2015;

Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa Convegno Invernale 2019;

AUCLERT, A. *Monetary policy and the redistribution channel*. Working Paper. Woodford, M. (2012). *Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound*. In *The Changing Policy Landscape*, Jackson Hole Conference. Federal Reserve Bank of Kansas City, 2016;

AUCLERT, A., ROGNLIE, M., STRAUB, L. *The intertemporal new keynesian cross*. Working Paper, 2018;

BEUKERS, T., DE WITTE, B. Case C-370/12 Thomas Pringle v. Government of Ireland, The Attorney General, Judgment of the Court of Justice (Full Court) of 27 November 2012, in «Common Market Law Review», 2013;

BAERISWYL, R., E CORNAND, C. *The Signaling Role of Policy Actions*, *Journal of*

Monetary Economics, 57(6), 682-695, 2010;

BAHAJ, S. A. *Systemic Sovereign Risk: Macroeconomic Implications in the Euro Area*, Discussion paper 2014-6, LSE, Centre for Macroeconomics, 2014;

BAI, J., E NG, S. *Determining the Number of Factors in Approximate Factor Models*, Econometrica, 70(1), 191-221, 2002

BAI, J., *Inferential Theory for Factor Models of Large Dimensions*, Econometrica, 71(1), 135-171, 2003

BAI, J., COLLIN-DUFRESNE, P. *The CDS-bond basis*. Unpublished working paper. Georgetown University and Swiss Finance, 2013;

BAI, J., LI, K., E LU, L. *Estimation and Inference of FAVAR models*, Journal of Business & Economic Statistics, 34(4), 620-641, 2016;

BALDWIN, R., WYPLOSZ, C. *L'economia Dell'unione Europea*, 2005;

BALLS, E., HOWAT, J., STANSBURY, A. *Central Bank Independence Revisited: After the financial crisis, what should a model central bank look like?* Harvard Kennedy School M-RCBG Associate Working Paper Series 67, 2016;

BANBURA, M., D. GIANNONE, REICHLIN, L. *Large Bayesian vector auto regressions*. Journal of Applied Econometrics, 25(1), 2010;

BANBURA, M., D. GIANNONE, LENZA, M. *Conditional forecasts and scenario analysis with vector autoregressive models for large cross-sections*, ECARES Working Papers Nos. 2014-15;

BANCA CENTRALE EUROPEA, *The ECB's response to the financial crisis*, monthly bulletin October 2010;

BANCA CENTRALE EUROPEA, Monthly Bulletin August 2011;

BANCA CENTRALE EUROPEA, Monthly Bulletin October 2011;

BANCA CENTRALE EUROPEA, Technical features of Outright Monetary Transactions, 2012;

BANCA CENTRALE EUROPEA, Monthly Bulletin September 2013;

BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE), Note tematiche sull'Unione europea. Presentato al parlamento europeo

BANCA CENTRALE EUROPEA, La stabilità dei prezzi perché è importante per te;

BANCA CENTRALE EUROPEA, vigilanza bancaria - Guida della BCE sul processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP).

BANCA CENTRALE EUROPEA.. Economic Bulletin. Issue 1 / 2017. Bank of England. (s.d.). The transmission mechanism of monetary policy. The monetary policy committee.

BANCA D'ITALIA – recepimento della nuova regolamentazione prudenziale internazionale metodo deirating interni per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito pag. 3;

BANCA D'ITALIA, guida per l'attività di vigilanza, Vigilanza Bancaria e Finanziaria Servizio

BANCA D'ITALIA, vigilanza bancaria e finanziaria. Documento per la consultazione, il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione e provvedimento della banca d'Italia “il bilancio degli intermediari Ifrs diversi dagli intermediari bancari.” circolare

n. 262.

BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, Basilea 3, Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari. 6/2011 Banca dei Regolamenti Internazionali, Riforme del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

BANERJEE R., HOFMANN B. *Corporate zombies: life cycle and anatomy*. Bank for International Settlements, mimeo, 2018;

BANERJEE R., HOFMANN B. *The rise of zombie firms: causes and consequences*. BIS Quarterly Review, 2018;

BARBAGALLO C., *Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*,

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *Implications of repo market for Central Banks*. Report of a Working Group established by the Committee on the Global Financial System of the Central Banks of the Group of Ten Countries, 9 marzo, 1999;

BARONCELLI S., *La Banca Centrale Europea: profili giuridici e istituzionali. Un confronto con il modello americano della Federal Reserve*, Firenze, European Press Academic Publishing, 2000;

BARONCELLI, S., *The Independence of the ECB after the Economic Crisis*, in M. Adams et al. (eds), *The Constitutionalization of European Budgetary Constraints* (Hart 2014);

Barro, R. J., Gordon. Rules, D.B. *Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy*. *Journal of Monetary Economics*, 1983;

BARTSCH E., BOIVIN J., FISCHER S., HILDEBRAND P. *Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination*,

BlackRock Investment Institute, Macro and market perspectives August 2019;

BASSAN. F. *Il parametro di legittimità delle misure non convenzionali della BCE*, 2015;

BAUMEISTER C., BENATI L. *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound*. International Journal of Central Banking, 2013.

BAUMEISTER, CHRISTIANE E LUCA BENATI. *La politica monetaria non convenzionale e la Grande Recessione: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound*. International Journal of Central Banking, 2013;

BCE, 2021 Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review, BCE Occasional Paper Series n°265, Francoforte sul Meno, 2022;

BCE, *La politica monetaria unica terza fase, Caratteristiche generali degli strumenti e delle procedure di politica monetaria del SEBC*, anno 1998.

BEBER, A., E BRANDT, M. W., *When it Cannot Get Better or Worse: The Asymmetric Impact of Good and Bad News on Bond Returns in Expansions and Recessions*, Review of Finance, 14(1), 119-155, 2009.

BEBER, A., BRANDT, M. W., E KAVAJECZ, K. A. *Flight-to-quality or Flight-to-liquidity? Evidence from the Euro-area Bond Market*, The Review of Financial Studies, 22(3), 925-957, 2008

BEETSMA, R., DE JONG, F., GIULIODORI, M., WIDIJANTO, D. *The impact of news and the SMP on realised (co)variances in the eurozone sovereign debt market*. ECB working paper 1629. European Central Bank, 2014;

BEIRNE, J., E FRATZSCHER, M. *The Pricing of Sovereign Risk and Contagion During*

the European Sovereign Debt Crisis, Journal of International Money and Finance, 34, 60-82, 2013

BEKAERT, G., HODRICK, R. J., E ZHANG, X. *International Stock Return Comovements*, The Journal of Finance, 64(6), 2591-2626, 2009.

BENZONI, L., COLLIN-DUFRESNE, P., GOLDSTEIN, R. S., E HELWEGE, J. *Modeling Credit Contagion via the Updating of Fragile Beliefs*, The Review of Financial Studies, 28(7), 1960-2008, 2015.

BELLI, F. E SANTORO V.(cur.). *La Banca Centrale Europea*. Milano, Giuffrè, 2003;

BELTRATTI, A., STULZ, R. M. *Why Did Some Banks Perform Better during the Credit Crisis? A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, 2009.

BENIGNO, P., CANOFARI, P., DI BARTOLOMEO, G., & MESSORI, M. *The ECB's Measures in Support of the COVID-19 Crisis*. Publication for the committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2021;

BERGER, H., DE HAAN, J., EIJJFINGER, S. C. W. *Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*. Journal of Economic Surveys, 2001;

BERNANKE, B. 2002. "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here." Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington, D.C.

BERNANKE, B. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Speech at the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond, March 10, 2005;

BERNANKE, B. S., BOIVIN, J., E ELIASZ, P., *Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor-Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach*, The Quarterly Journal of Economics, 120(1), 387-422, 2005

BERNANKE, B. S. “Central Bank Independence, Transparency, and Accountability”. Speech at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan May 25, 2010;

BERNANKE, B. *The Federal Reserve and the Financial Crisis*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2013;

BERNANKE, B. *What Tools Does the Fed Have Left? Part 1: Negative Interest Rates.*” Brookings Institution (blog), March 18, 2016;

BERNANKE, B. *What Tools Does the Fed Have Left? Part 2: Targeting Longer-Term Interest Rates.* Brookings Institution (blog), March 24, 2016;

BERNANKE, B., GERTLER, M. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission.*” Journal of Economic Perspectives, 1995;

BERNANKE, B., GERTLER, M., GILCHRIST, S. 1999. *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*. Handbook of Macroeconomics, Edited by J. B. Taylor and M. Woodford.

BERNANKE, B. S. *La politica monetaria giapponese: Un caso di paralisi autoindotta?*. La crisi finanziaria del Giappone e i suoi paralleli con le esperienze statunitensi. Ence, a cura di Kyichi Mikitani e Adam Simon Posen. Istituto di economia internazionale, 2000;

BERNARDINI M., DE NICOLA A. *The market stabilization role of central bank asset purchases: high-frequency evidence from the COVID-19 crisis.* Banca d'Italia Working Papers, 1310, dicembre 2020;

BERND, KRAUSKOPF, CHRISTINE, STEVEN. *The Institutional Framework of the European System of Central Banks: Legal Issues in the Practice of the First Ten Years*

of its Existence. Common Market Law Review. [Volume 46, Issue 4](#), 2009;

BEUKERS, T. 'The New ECB and its Relationship with the Eurozone Member States: Between Central Bank Independence and Central Bank Intervention', 50 CML Rev, 2013;

BHANDARI, A., EVANS, D., GOLOSOV, M., AND SARGENT, T. *Inequality, business cycles and monetary-fiscal policy*. Working Paper, 2017;

BHANSALI, V., *The Incredible Upside-Down Fixed-Income Market: Negative Interest Rates and Their Implications*", CFA Institute Research Foundation, 2021;

BHATTARAI, S. AND NEELY, C. *A survey of the empirical literature on u.s. unconventional monetary policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, 2016;

BHATTARAI, S. AND NEELY, C. A survey of the empirical literature on u.s. unconventional monetary policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 021-A, 2016;

BILBIIE, F. O. AND RAGOT, X. *Optimal monetary policy and liquidity with heterogeneous households*. Working Paper, 2016;

BIN, R. *L'indipendenza delle banche centrali come principio costituzionale*, 2019

BINI SMAGHI L. *Conventional and unconventional monetary policy*. International Center for Monetary and Banking Studies, 2009;

BINI SMAGHI, L. *Scudo anti-spread e politica monetaria*, 2022

BLANCHARD O., AMIGHINI A., GIAVAZZI F. *Macroeconomia, una prospettiva europea*. Il Mulino, Milano, 2010;

BLANCHARD, O., D. FURCERI, PESCATORI. A. *A Prolonged Period of Low Real Interest Rates* In *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, edited by C. Teulings and R. Baldwin. London: Centre for Economic Policy Research, 2014;

BLANCHARD. *Macroeconomia*. Il Mulino 2009.

BLINDER, A. S.. *After the Music Stopped: The Financial Crisis, the Response, and the Works Ahead*. New York: Penguin Press., 2013

BLINDER, A. S. *Central Bank Independence and Credibility During and After a Crisis*. [Working Papers](#) 1401, Princeton University, Department of Economics, Center for Economic Policy Studies;

BLINDER, A. S., M. EHLMANN, J. DE HAAN AND D. JANSEN (2017). Necessity as the mother of invention: Monetary policy after the crisis. Forthcoming in the October 2017 issue of *Economic Policy* Bullard, J. (2013).

BLINDER, A. S., M. EHLMANN, M. FRATZSCHER, J. DE HAAN AND D. JANSEN (2008). Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 46, 910-45.

BLINDER, A.S. *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MIT Press Cambridge, 1998.

BLOOMBERG ECONOMICS, Tassi di interesse: i cali cominceranno nel 2024?, 2023;

BLOT, C., HUBERT, P., & LABONDANCE, F. *Does monetary policy generate asset price bubbles?* CRESE Working Papers No. 2017;

Board of Governors of the FED, “The Aftermath of the Crisis”. Bernanke, B. S. (2009), “The crisis and the policy response”, Stamp Lecture, London School of Economics,

London, England;

BOBEICA E., Jarociński M. *Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't*, European Central Bank, Working Paper Series no. 2000, 2017;

BOCOLA, L. *The Pass-through of Sovereign Risk*, Journal of Political Economy, 124(4), 879-926, 2016

BODEA, C., HIGASHIJIMA, M. Central Bank Independence and Fiscal Policy: Incentives to Spend and Constraints on the Executive. *British Journal of Political Science*, 47(1), 2017;

BODEA, C. AND S. HUEMER. *Dancing Together at Arm's Length? The Interaction of Central Banks with Governments in the G7*. ECB Occasional Paper No. 120, 2015;

BODEA, C. *Independent Central Banks, Regime Type and Fiscal Performance: The Case of Post-Communist Countries*. *Public Choice*, 155(1-2), 2013;

BODEA, C., HICKS, R. PRICE STABILITY AND CENTRAL BANK INDEPENDENCE: *Discipline, Credibility and Democratic Institutions*. *International Organization*, 69(1), 2015;

BOECKX, J., DOSSCHE, M., & PEERSMAN, G. *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*. Bruxelles: National Bank of Belgium, 2014;

BOFINGER, P., DEBES, S. *A Primer on Unconventional Monetary Policy*, 2010;

BOFONDI, M. *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*. Banca d'Italia-
questioni di economia e finanza. Occasional papers.

BOIVIN, J., GIANNONI, M. P., E MIHOV, I. *Sticky Prices and Monetary Policy: Evidence from Disaggregated US data*, *The American Economic Review*, 99(1), 350-384, 2009;

Bollettino Economico n°1, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022).

Bollettino Economico n°1, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2023).

Bollettino Economico n°2, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022).

Bollettino Economico n°3, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022).

Bollettino Economico n°4, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022).

Bollettino Economico n°5, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2023).

Bollettino Economico n°8, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2022).

Bollettino Economico n°8, BCE, Francoforte sul Meno. BCE (2023).

Bollettino mensile della BCE, Novembre 2000;

BOONE, L., MOJON, B. *Sacrifice Ratio in Europe: A Comparison of France, Germany, Italy and the U.K.*, 1999;

BORGER, V. *The ESM and the European Court's Predicament in Pringle*, in «German Law Journal», 2013;

BORIO C., GAMBACORTA L., HOFMANN B. *The influence of monetary policy on bank profitability*. BIS Working Papers no. 514, 2015;

BORIO, C., & ZABAI, A. *Unconventional monetary policies: A re-appraisal*. In Research Handbook on Central Banking, 2018;

BORIO, CLAUDIO E LEONARDO GAMBACORTA. *Politica monetaria e prestiti bancari in*

un contesto di bassi tassi di interesse: Diminuzione dell'efficacia? Documento di lavoro BRI 612, 2017;

BORIO, CLAUDIO, LEONARDO GAMBACORTA E BORIS HOFMANN. *L'influenza della politica monetaria sulla redditività delle banche*, 2015;

BORIS HOFMANN. 2015. *L'influenza della politica monetaria sulla redditività delle banche*. Documento di lavoro BRI;

BORRILLO, GRECIA, M. *Un Paese in vendita: Privatizzazioni come salvagente*. Corriere della Sera, 14 luglio 2015;

Borsa Italiana, Glossario finanziario, rischio operativo;

Borsa Italiana. *La crisi finanziaria della Grecia*. 2010;

BOTZEN, W. J. W., MAREY, P. S. *Did the ECB respond to the stock market before the crisis*, 2010;

BOWDLER, C., & RADIA, A.. *Unconventional monetary policy: the assessment*. Oxford Review of Economic Policy, vol. 28 (No. 4), 2012;

BRESCIA MORRA, C. *The Administrative and Judicial Review of Decisions of the ECB in the Supervisory Field*, in *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia. Roma, 2016;

BRESCIA MORRA, C., *Le raccomandazioni dell'EBA in un sistema incompleto di supervisione sulla finanza europea*, 2012;

BRESCIA MORRA, *The Administrative and Judicial Review of Decisions of the ECB in the Supervisory Field*, 2016.

BRODI, E., GIACOMELLI, S., GUIDA, I., MARCUCCI, M., PISCHEDDA, A., PROFETA, V. E SANTINI, G., “*Nuove misure per velocizzare il recupero dei crediti: una prima analisi del d.l. 59/2016*”, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 4, agosto, Roma: Banca d’Italia, 2016;

BROZ, L. *Political System Transparency and Monetary Commitment Regimes. International Organization*, 2002;

BRUTTI, F., E SAURE, P. *Transmission of Sovereign Risk in the Euro Crisis*, Journal of International Economics, 97(2), 231-248, 2015;

Bruxelles: Centre for European Policy Studies. Ohuche, F. K. What Is The Exchange Rate Channel Of Monetary Policy Transmission? Bank of Nigeria, 2011;

BUCH, C., GOLDBERG, L. S. Complexity and Riskiness of Banking Organizations: Evidence from the International Banking Research Network, 2021

BUITER, W. H. *Reversing Unconventional Monetary Policy: Technical and Political Considerations*, 2009

BUITER, W. *Dysfunctional Central Banking. The End of Independent Central Banks or a Return to 'Narrow Central Banking' – or Both?* Citi Research, 21 December 2016.

BULLARD, J. *Central View: The Global Battle Over Central Bank Independence*, Fed. Res. Bank of St. Louis, Spring, 2013;

BUNDESBANK. The Eurosystem’s bond purchases and the exchange rate of the euro. Monthly Bulletin, January, 2017;

BURASCHI, A., E WHELAN, P. *Bond Markets and Unconventional Monetary Policy*, in Handbook of Fixed-Income Securities, ed. by P. Veronesi, vol. 1, chap. 6, pp. 93-116, John Wiley, Sons, Inc., 2015

BURRIEL, P., Galesi, A. Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countris. Documentos de Trabajo (No. 1631). Banco de España. Parlamento Europeo, 2016;

BURRIEL, P., GALESI, A. *L'impatto del QE sull'economia del Regno Unito: qualche aritmetica monetarista di supporto*. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra. 2016.

BURRIEL, PABLO E ALESSANDRO GALESI. *Scoprire gli effetti eterogenei delle politiche monetarie non convenzionali della BCE nei Paesi dell'area dell'euro*. Documento di lavoro della Banca di Spagna, 2016;

BUTT, NICK, ROHAN CHURM, MICHAEL F. MCMAHON, ARPAD MOROTZ E JOCHEN F, SCHANZ. 2014. *Il QE e il canale del creditobancario nel Regno Unito*. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra, 2014;

BUITER, W. *Reversing Unconventional Monetary Policy: Technical and Political Considerations*, 2010;

BVERFG, Judgment of the Second Senate of 05 May 2020 – 2 BvR 859/15 –, paras. 1-237.

BVerfG, par. 154-235, The PSPP Judgment of the German Federal Constitutional Court: Throwing Sand in the Wheels of the European Central Bank, Annamaria Viterbo;

C. BRESCIA MORRA, *The Administrative and Judicial Review of Decisions of the ECB in the Supervisory Field*, in *Scritti sull'Unione bancaria*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, Roma, 2016;

C. JOERGES, 'The Market without the State? The "Economic Constitution" of the

European Community and the Rebirth of Regulatory Politics', 1 Eur Integration Online Papers No 19, 1997;

CLAEYS, G. *Finding the right balance (sheet): quantitative tightening in the euro area*. Monetary Dialogue Papers, European Parliament, marzo 2023.

CABALLERO R., HOSHI T., KASHYAP A. K. *Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan*. American Economic Review, 98(5), 2008;

CABALLERO, R. J., FARHI, E. The safety trap. Review of Economic Studies, 2017;

CAFARO, S. *Unione monetaria e coordinamento delle politiche economiche*. Milano, Giuffrè, 2001.

Campbell J., Evans C., Fischer J. Justiniano A. *"Macroeconomic Effects of Federal Reserve Forward Guidance*. Brookings Papers on Economic Activity, 2012;

CANOFARI, P., DI BARTOLOMEO, G., & MESSORI, M., Sovereign debt crisis, fiscal consolidation, and active central bankers in a monetary union. SEP Working Paper No. 14/2019, 2019;

CAPIE, F. *The Bank of England*, Cambridge, Cambridge University Press, 2010;

CAPRIGLIONE F. E TROISI, A. *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*. Torino, Utet, 2014;

CAPRIGLIONE, F., SEMERARO G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, l'Unione Europea tra rischi e opportunità*, UTETgiuridica, Torino, 2012;

CAREDDA M., NAPOLITANO, G. *The judgment of the german federal constitutional court on the public sector purchase programme (pspp) of the european central bank (ecb): has the court gone too far?*, 2020;

CARGILL, T. F. *The Myth of Central Bank Independence*. *Mercatus*, Working Paper, 2016;

CARLE, T. A., LAHAV Y., NEUGEBAUER T., AND NOUSSAIR C.N. *Heterogeneity of beliefs and trade in experimental asset markets*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming, 2019;

CARLETTI, E., LEONELLO, A., MARQUEZ, R. *Loan guarantees, bank underwriting policies and financial fragility*, 2023;

CARPINELLI, L., CROSIGNANI M., The Effect of Central Bank Liquidity Injections on Bank Credit Supply, FEDS Working Paper no. 2017-038, 2016;

Case C-370/12, Pringle, ECLI:EU:C:2012:756;

CECCHETTI, S., TABOGA, M. Assessing the risks of asset overvaluation: Models and challenges. Bank of Italy Working Paper No. 1114, 2017;

CECIONI, M., FERRERO, G., & SECCHI, A. (2011). *Unconventional monetary policy in theory and in practice*. Banca d'Italia. Occasional paper della Banca d'Italia (No. 102).

CERUTTI, E., CLAESSENS, S, LAEVEN L. *The Use and Effectiveness of Macroprudential Policies: New Evidence*. *Journal of Financial Stability*. 2017;

CHALMERS, D., DAVIES, G., MONTI, G. *European Union Law: text and materials- third edition*. Cambridge, 2014;

CHAUVIN, V., DEVULDER, A. *An Inflation Forecasting Model for the Euro Area*, 2010;

CHEN, H., CURDIA, V., AND FERRERO, A. *The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes*. *Economic Journal*, November, 2012;

CHEN, H., CÚRDIA, V., FERRERO, A. *The macroeconomic effects of large-scale asset purchase programmes*. Economic Journal, 122(564), F289–F315, 2012;

CHEN, HAN, VASCO CÚRDIA E ANDREA FERRERO. *Gli effetti macroeconomici dei programmi di acquisto di asset su larga scala*”. Economic Journal 122(564), 2012;

CHERNENKO, S., E SUNDERAM, A. *Friction in Shadow Banking: Evidence from the Lending Behavior of Money Market Mutual Funds*, The Review of Financial Studies, 27(6), 1717-1750, 2014;

CHERNOZHUKOV, V., E HONG, H. *An MCMC Approach to Classical Estimation*, Journal of Econometrics, 115(2), 293-346, 2003

CHODOROW-REICH, G. AND KARABARBOUNIS, L. (2016). The cyclical cost of unemployment. Journal of Political Economy, 124(6):1563–1618;

CHODROW-REICH, GABRIEL. *Effetti della politica monetaria non convenzionale sulle istituzioni finanziarie*”. Brooking Papers on Economic Activity, n. 1, 2014;

CHOUKAIRY W., IBENRISSOUL N. *The quantitative easing strategy of the central bank facing the crisis: case of the ECB and the FED*. International Journal of Innovation and Applied Studies, Vol. 2 N. 3, 2013;

CHRISTENSEN, JENS H. E. E GLENN D. Rude-busch. *La risposta dei tassi di interesse al Quantitative Easing negli Stati Uniti e nel Regno Unito*”. Economic Journal 122(564), 2012;

CHRISTIANO, L. J., EICHENBAUM, M., EVANS, C.L. Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?”, in Handbook of Macroeconomics, ed. by J. B. Taylor and M. Woodford, vol. 1 of Handbook of Macroeconomics, chap. 2, pp. 65–148, Elsevier, 1999;

CHRISTOS V. G., *European Central Banking Law. The Role of the European Central Bank and National Central Banks under European Law*, 2020;

CIAVOLIELLO L.G., CIOCCHETTA F., CONTI F.M., GUIDA I., RENDINA A. E SANTINI G. *Quanto valgono i crediti deteriorati?*. Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 3, Roma: Banca d'Italia, 2016;

CIOTTI L., COTTARELLI, C. *Quantitative Tightening: quanto rapidamente scenderà la detenzione di BTP da parte della BCE?* . Osservatorio CPI, 2023;

CIRULLI, A. *Da Zapatero a Rajoy. Elezioni, indignados e crisi multilivello in Spagna*. Rivista di Studi Politici - S. Pio V, Anno XXIV – aprile/giugno 2012;

CLAES, M., REESTMAN, H.J. *The Protection of National Constitutional Identity and the Limits of European Integration at the Occasion of the Gauweiler Case*’, 16 German L J (2015);

CLAESSENS S., FROST J., TURNER G., ZHU F., *I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche*, Rassegna trimestrale BRI, Banca degli Investimenti Internazionali, 9/2018;

CLAESSENS, S., *An Overview of Macroprudential Policy Tools.*” IMF Working Paper: 14/214, International Monetary Fund, Washington, D.C, 2014.

CLAESSENS, S., COLEMAN, N., DONNELLY, M., *Low-for-long Interest Rates and Net Interest Margins of Banks in Advanced Foreign Economies*, Federal Reserve Board, IFDP Notes, April 11, 2016;

CLAEYS, G., DARVAS, Z., LEANDRO, A., WALSH, T. *The effects of ultra-loose monetary policies on inequality*. Study for the Committee on Economic and Monetary Affairs, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European

Parliament, Luxembourg, 2015;

CLAEYS, G., DEMERTZIS, M., MAZZA, J. *A monetary policy framework for the European Central Bank to deal with uncertainty*, 2018

CLARICH, M. *Il riassesto amministrativo delle decisioni della Banca Centrale Europea*, in L. Ferrara, D. Sorace (cur.), *La tecnificazione*, Firenze, University Press, Firenze, 2016;

COCHRANE, J. H. *Determinacy and Identification with Taylor Rules*. Journal of Political Economy, 119 (3), 2011;

CŒURÉ, B. Outright Monetary Transactions (OMT), one year on. Speech at the conference “The ECB and its OMT Programme,” Berlin, 2 September 2013;

CŒURÉ, B. Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 2018

COHEN, H. B. E GERALD, A. E. JR, *La nuova era degli accantonamenti per perdite attese su crediti*, *Rassegna trimestrale BRI*, 3/2017. Commissione europea, Fintech: la Commissione interviene per rendere più competitivo e innovativo il mercato finanziario, 8/03/2018 [Consilium.europa.eu](https://consilium.europa.eu), politiche, Unione bancaria. CONSOB, Finanza sostenibile;

COIBION, O., Y. GORODNICHENKO, L. KUENG AND J. SILVIA, J., *Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the US*, NBER Working Paper 18170, 2012;

COLLIGNON, S. Exit Strategies and the Impact on the Euro Area. In *Exit Strategies and the Impact on the Euro Area* (pp. 35-62). Parlamento europeo, 2003;

Congressional Research Service, Monetary policy and the Federal Reserve: current policy and conditions, 2013;

Consob autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari. la crisi finanziaria del 2007-2009.

CONSTÂNCIO, V., *Contagion and the European debt crisis*. Keynote Lecture at Bocconi University Milan on 10 October 2011;

CONSTÂNCIO, V. *Macroprudential Policy at the ECB: Institutional Framework, Strategy, Analytical Tools and Policies*, 2019

CONTI-BROWN, P., LASTRA, R.M. *Edgard Edward Publishing*, Chapter 20;

CORRADIN, S., E RODRIGUEZ-MORENO, M., *Violating the Law of One Price: The Role of Non-conventional Monetary Policy*, Working paper 1927, ECB, 2016;

CORSETTI, G., DEDOLA, L. (2016). Mystery of the printing press – Monetary policy and self-fulfilling debt crises. *Journal of the European Economic Association*, 14(6), 2016;

CORSETTI, G., DEDOLA, L. The mystery of the printing press: self-fulfilling debt crises and monetary sovereignty. CEPR discussion paper DP9358. Centre for Economic Policy Research, 2013;

CORSETTI, G., GUIMARÃES, B., Roubini, international lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance. *Journal of Monetary Economics*, 2006;

COUR-THIMANN, P., WINKLER, B. *The ECB's non-standard monetary policy measures, the role of institutional factors and financial structure*. Banca Centrale Europea. Working paper series (No. 1528), 2013;

COUR-THIMANN, PHILIPPINE, WINKLER, B. *Le misure di politica monetaria nonstandard della BCE: The Role of Institutional Factors and Financial Structure*.

BCE Working Paper Series, 2013;

COVA, P., PAGANO, P., E PISANI, M. “*Effetti macroeconomici nazionali e internazionali del programma ampliato di acquisto di attività dell'Eurosistema*”. Banca d'Italia Working Paper, 2015;

COWLES, M. K., E CARLIN, B. P. *Markov Chain Monte Carlo Convergence Diagnostics: A Comparative Review*, Journal of the American Statistical Association, 91(434), 883-904, 1996;

CRISTINI, F., *Fintech e credito. Disintermediazione o nuova intermediazione, diritto bancario*, 2019;

CROWE, C. MEADE., E., *Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness*. *European*, Journal of Political Economy, 2008;

CUKIERMAN, A., S. B. Webb and B. Neyapti, B. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 1992;

CUOCOLO, L. *Constitutional Issues of the Banking Union, between European Law and National Legal Orders*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2015;

CUOCOLO, L., MISCIA, V. *The Gentle Revolution of European Banking Regulation: Models and Perspectives in Supervision*, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2014;

CZUBALA, M., R., REGIDOR, M., P., *Central banking and the crisis. A comparison of the Federal Reserve and the European Central Bank measures, and the ECB's changing role in the EU economic governance system*, 2016.

D'ADDA, C. (2009), *La crisi finanziaria globale 2008-2009*. *Rivista Internazionale Di*

Scienze Sociali, 117;

D'AGOSTINO, A., E EHRMANN, M. *The Pricing of G7 Sovereign Bond Spreads—The Times, They Are A-changin*, Journal of Banking & Finance, 47, 155-176, 2014;

D'AMBROSIO, R. *Quaderni di Ricerca Giuridica*. Banca d'Italia, No 81, 2016;

D'AMICO, S., KING, T., *Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply*. Journal of Financial Economics, 2013;

DA ROLD V., *Il vero conto del salvataggio delle banche americane*. Il Sole 24 Ore, 2011;

DA ROLD, ACCORDO, V. *Per salvare la Grecia, Piano da 110 miliardi di euro. Ad Atene settimana di scioperi*, Economia e Lavoro, Il Sole 24 ore, 2 maggio 2010;

DABROWSKI, M. *Thinking Beyond the Pandemic: Monetary Policy Challenges in the Medium- to Long-Term*, 2021;

DANIELE, LUIGI. *Diritto dell'Unione Europea*. 2018;

DARRACQ-PARIES, MATTHIEU E DE SANTIS, R.A. *Uno shock di politica monetaria non standard: le LTRO triennali della BCE e lo spostamento dell'offerta di credito*. Journal of International Money and Finance, 2015;

DARVAS, Z., WOLFF, G. B. *Europe's social problem and its implications for economic growth*. Bruegel PolicyBrief No. 2014/03;

DAVIES, H., *Central Bank Independence and Taking Monetary Policy to the People*, 2016;

DE GUINDOS, L. *Discorso presentando in commissione Affari economici del*

Parlamento europeo il rapporto annuale 2023 della BCE, 2023;

DE GRAUWE, P. Economia del'Unione monetaria, Bologna, il Mulino, 2019;

DE GRAUWE, P., E JI, Y. *Self-fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test*, Journal of International Money and Finance, 34, 15-36, 2013

DE GROUWE, P. "Economy of monetary union". il Mulino, 2009;

DE GROUWE, P. *The Euro at ten: achievements and challenges*". Empirica, 2009;

DE HAAN, J., KOOI, W. *Does Central Bank Independence Really Matter?* Journal of Banking and Finance, 2000;

De Haan, J. The Bundesbank, forthcoming, 2017;

DE HAAN, J., A. HOUBEN AND R. VAN DER MOLEN (2012). Governance of macroprudential policy. Zeitschrift fuer Oeffentliches Recht, 2012;

DE HAAN, J., F. AMTENBRINK, S. C. W. EIJJFINGER, *Accountability of Central Banks: Aspects and Quantification*, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 1999;

DE HAAN, J., S. C. W. EIJJFINGER AND S. WALLER, *The European Central Bank: Centralization. Transparency and Credibility*. Cambridge (MA), MIT Press, 2005;

DE HAAN, J., S. C. W. EIJJFINGER. Central Bank Independence Under Threat? CEPR Policy Insight, 2017;

DE LAROSIÈRE, Relazione Illustrativa Camera dei deputati. 7/5/2012;

DE MARCO, F., *Bank Lending and the European Sovereign Debt Crisis*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, forthcoming, 2018;

DE POOTER, M., MARTIN, R., PRUITT, S. *The liquidity effects of official bond market intervention in Europe*, 2018.

DE SANTIS, R. A. *The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Identifying Flight-to-liquidity and the Spillover Mechanisms*, Journal of Empirical Finance, 26, 150-170, 2014

DECISION (EU) 2015/774 OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK of 4 March 2015 on a secondary markets public sector asset purchase programme (ECB/2015/10), Article 6(2).

DECK, C., PORTER, D., SMITH, V. Double Bubbles in Assets Markets with Multiple Generations,” Journal of Behavioral Finance, 2014;

DEL GIOVANE, P., NOBILI, A., & SIGNORETTI, F. M., *Assessing the sources of credit supply tightening: Was the sovereign debt crisis different from Lehman?* International Journal of Central Banking, 2017;

DEL NEGRO, M., CH. A. SIMS. *When Does a Central Bank's Balance Sheet Require Fiscal Support?* Journal of Monetary Economics, 2015;

DEL NEGRO, M., EGERTSSON, G., FERRERO, A., AND KIYOTAKI, N. (2017). The great escape? a quantitative evaluation of the fed's liquidity facilities. American Economic Review, 2017;

DEL NEGRO, M., GIANNONI, M., AND PATTERSON, C. *The forward guidance puzzle*. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2012;

DELIVORIAS, A. Monetary policy of the European Central Bank. European Parliamentary Research Service, 2015;

DELL'ARICCIA, G., RABANAL, P., & SANDRI, D. Unconventional monetary policies in

the Euro Area, Japan, and the United Kingdom. *Journal of Economic Perspectives*, 2018;

DE GRAUWE, P. *Monetary Policy and Radical Uncertainty*, 2024

DEMERTZIS, M., & WOLFF, G. B. (2016). The effectiveness of the European Central Bank's Asset Purchase Programme. *Bruegel Policy Contribution*.

Deutsche Bundesbank, Sovereign yield spreads in the euro area. In D. Bundesbank, *Monthly report*, June 2011 (pp. 27-44), 2011

DEMERTZIS, M., WOLFF, G. B. The effectiveness of the European Central Bank's asset purchase programme. *Bruegel Policy Contribution No. 10/2016*;

DERMINE, P., *The Ruling of the Bundesverfassungsgericht in PSPP – An Inquiry into its Repercussions on the Economic and Monetary Union*. Published online by Cambridge University Press: 19 November 2020;

DIAS DA SILVA, A., GIVONE, A., SONDEMANN, D. *When do countries implement structural reforms?* . ECB Working Paper No. 2078, 2017;

DINCER, N. N., EICHENGREEN, B. *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures*. *International Journal of Central Banking*, 2014.

Dipartimento di Economia, MoFiR (Money and Finance Research group), 2 luglio 2009;

DONATI, J. *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*. *Rivista Analisi giuridica dell'economia*, 02/12/16.

DORNBUSCH, R., FISHER S., STRATZ R., CANULLO G., PETTENATI P. (2020). *Macroeconomia*, Milano: McGraw-Hill;

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

DRAGHI, M. *Strengthening financial resilience*. Speech by Mario Draghi, president of the ECB, at the 2013 International Monetary Conference, Shanghai, 3 June 2013;

DRAGHI, M., *Il coraggio delle Competenze*, 11/10/2018;

DRECHSLER, I., DRECHSEL, T., Marques-Ibanez, D., e Schnabel, P. *Who Borrows from the Lender of Last Resort?*, The Journal of Finance, 71(5), 1933-1974, 2016

DREHER, A., J. STURM, J. DE HAAN. *When Is a Central Bank Governor Replaced? Evidence Based on a New Data Set*. Journal of Macroeconomics, 32(3), 2010;

DROES, M., VAN LAMOEN, R., & MATTHEUSSENS, S. *Quantitative easing and exuberance in government bond markets, evidence from the ECB's Expanded Asset Purchase Program*. Tinbergen Institute Discussion Paper No. 17-080/IV, 2017;

DU, W., TEPPER, A., E VERDELHAN, A. *Deviations from covered interest rate parity*, The Journal of Finance, 73(3), 915-957, 2018;

ECB Annual Report 2014;

ECB Annual Report 2015;

ECB. *Euro Money Market Study*, December 2012, ECB, 2012;

ECB Working Paper 1707, August 2014;

ECJ 16 June 2015 - ECLI:EU:C: 2015:400, Peter Gauweiler and others v Deutscher Bundestag;

ECJ 16 June 2015 ECLI:EU:C: 2015:400, Peter Gauweiler and others v Deutscher Bundestag. Per il commento alla decisione si veda T. Beukers, ‘The Bundesverfassungsgericht Preliminary Reference on the OMT Program: “In the ECB We Do Not Trust. What About You?”’, 15 German L J (2014) p. 343;

Editorial, ‘On Courts of Last Resort and Lenders of Last Resort’, 2 EuConst (2015);

EECKHOUT, P., WAIBEL, M. ‘The United Kingdom’, XXVI FIDE Congress Vol 1: The Economic and Monetary Union: Constitutional and Institutional Aspects of the Economic Governance within the EU (Djøf publishing 2014);

EHRMANN, M., HUBERT, P. *Information Acquisition Ahead of Monetary Policy Announcements*, 2023;

EICHENGREEN, B. *Deflation and Monetary Policy*, 2016;

EIJFFINGER, S. C. W. AND J. DE HAAN, J., *The Political Economy of Central Bank Independence*. Special Papers in International Economics No. 19, Princeton, 1996;

EMERSON M., YOUNGS R., SETSER B., LUKYANOV F., XIANG L., MORTENSEN J., The Strategic Consequences of the Global Financial and Economic Crisis, in Economic Policy, ESF Working Papers, 2009;

ENRIA, A., *Riparazioni post-crisi e sindrome da redditività, Presentazione al Forum Analysis*. Milano, 2019;

ESCANCIANO, J. C., E JACHO-CHAVEZ, D. T. *Approximating the Critical Values of Cramér-von Mises Tests in General Parametric Conditional Specifications*, Computational Statistics & Data Analysis, 54(3), 625-636, 2010;

ESCANCIANO, J. C., E VELASCO, C. *Specification Tests of Parametric Dynamic*

Conditional Quantiles, Journal of Econometrics, 159(1), 209-221, 2010

ESER, F., AND B. SCHWAAB, *Assessing Eurosystem asset purchases within the Securities Markets Programme*, ECB Working Paper No. 1587, 2013;

ESER, F., E SCHWAB, B. *Evaluating the Impact of Unconventional Monetary Policy Measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme*, Journal of Financial Economics, 119(1), 147-167, 2016

ESER, F., CARMONA AMARO, M., IACOBELLI, S., RUBENS, M. *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009*. ECB occasional paper 135. European Central Bank, 2012;

ESER, F., CARMONA AMARO, M., IACOBELLI, S., RUBENS, M., 2012. The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and operational framework since 2009. ECB occasional paper 135. European Central Bank;

European Central Bank, Bloomberg.

FABBRINI, F. After the OMT Case: The Supremacy of EU Law as the Guarantee of the Equality of the Member States, 16 German L J, 2015;

FABBRINI, S. *La crisi dell'euro e le sue conseguenze*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 3-2016.

FALAGIARDA, M., E REITZ, S. *Announcements of ECB Unconventional Programs: Implications for the Sovereign Spreads of Stressed Euro Area Countries*, Journal of International Money and Finance, 53, 276-295, 2015;

FAVERO, C., PAGANO, M., E VON THADDEN, E.-L., *How does Liquidity Affect Government Bond Yields?*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45(1), 107-134, 2010

FAVERO, C. A., FERNANDEZ FUERTES, R. *Monetary Policy in the COVID Era and Beyond: The Fed vs the ECB*, 2023.

FERNÁNDEZ, A. J. *The Politics of Central Bank Independence*. Annual Review of Political Science, 2015;

FIEDLER, S., HANISCH, I., JANNSEN, N., & WOLTERS, M. (2016). *Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?* In Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?;

FIELDHOUSE, A. J., MERTENS, K., AND RAVN, M. O. (2018). *The macroeconomic effects of government asset purchases: Evidence from postwar us housing credit policy*. Quarterly Journal of Economics. forthcoming.

FISCHBACHER, U. *Z-Tree: Zurich toolbox for ready-made economic experiments*. Experimental Economics, 2007;

FISCHER, S. Central Bank Independence. Remarks by Stanley Fischer Vice Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System at the 2015 Herbert Stein Memorial Lecture National Economists Club Washington, DC Franzese, R. (1999);

FLYNN, T. Constitutional pluralism and loyal opposition.

Frankfurt am Main, 22 January 2015, ECB Press Conferences European Court of Justice (2015), Press Release no 70/15, Luxembourg, 16 June 2015;

FRATZSCHER, M., EHRMANN, M., *Politics and Monetary Policy*, 2010

GALATI G. *Il rischio di regolamento nei mercati valutari e CLS Bank*. Rassegna trimestrale BRI 12/2002;

GALLANT, A. R., ROSSI, P. E., E TAUCHEN, G., *Nonlinear Dynamic Structures*, Econometrica, pp. 871-907, 1993

GAMBACORTA, L., HOFMANN, B., & PEERSMAN, G. (2012). *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*. Bank of International Settlement. BIS working papers(No. 384), 2012;

GAMBETTI, L., & MUSSO, A. *The macroeconomic impact of the ECB's expanded asset purchase programme (APP)*. ECB Working Paper No. 2075, 2017;

GANDE, A., E PARSLEY, D. C. *News Spillovers in the Sovereign Debt Market*, Journal of Financial Economics, 75(3), 691-734, 2005

GARBADE, K, J. McAndrews. 2012. *If Interest Rates Go Negative... Or, Be Careful What You Wish For*. Liberty Street Economics (blog), Federal Reserve Bank of New York, April 29, 2012;

GARBADE, K. AND J. MCANDREWS. 2015. *Interest-Bearing Securities when Interest Rates are Below Zero*. Liberty Street Economics (blog), Federal Reserve Bank of New York, May 4, 2015;

GARCIA-DE-ANDOAIN, C., HEIDER, F., HOEROVA, M., E MANGANELLI, S., *Lending-of-last-resort is as Lending-of-last-resort Does: Central Bank Liquidity Provision and Interbank Market Functioning in the Euro Area*, Journal of Financial Intermediation, 28, 32-47, 2016

GEIGER, KHAN AND MARKUS KOTZUR. *European Union Treaties A Commentary*. Oxford: Hart publishing, 2015;

GERDESMEIER D. *La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*. BCE, Francoforte sul Meno, 2009;

GERDESMEIER, D., MONGELLI, F., FRANCESCO, P. E ROFFIA B., *The Eurosystem, the US Federal Reserve and the Bank of Japan. Similarities and differences, Working Paper Series of the European Central Bank*, n. 742, 2007;

GERTLER, M. AND KARADI, P. (2012). Qe 1 vs. 2 vs. 3... a framework for analyzing large scale asset purchases as a monetary policy tool. *International Journal of Central Banking*, 9(S1):5–53. Working Paper;

GERTLER, M., & KARADI, P. A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58, 2011;

GERTLER, M., E KARADI, P., *Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity*, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1), 44-76, 2015;

GHYSELS, E., IDIER, J., MANGANELLI, S., E VERGOTE, O., *A High-frequency Assessment of the ECB Securities Markets Programme*, *Journal of the European Economic Association*, 15(1), 218-243, 2016

GIANNONE, D., LENZA, M., REICHLIN, L. *Money, credit, monetary policy and the business cycle in the euro area*. CEPR Discussion Papers 8944, 2012;

GIANNONE, D., LENZA, M., Primiceri, G. *Priors for vector autoregressions*. *Review of Economics and Statistics*, forthcoming, 2012;

GIAVAZZI, F., ALESINA, A. F., FAVERO, C. *What do we know about the effects of Austerity?*, 2018

GIBRAN WATFE, *The Impact of the ECB's Asset Purchase Programmes on Sovereign Bond Spreads in the Euro Area*, abstract, 2015;

GIBSON, H. D., HALL, S. G., & TAVLAS, G. S. *The Greek financial crisis: Growing*

imbalances and sovereign spreads. Journal of International Money, and Finance, 2012;

GIECK, J. 2014. “*Unconventional Monetary Policy in an Open Economy*.” Deutsche Bundesbank, Discussion Paper: 41/2014;

GIORDANI A.- *L’evoluzione Della Strategia Di Politica Monetaria Della Bce A Seguito Delle Crisi*, 2020

GLICK, R. AND S. LEDUC. *Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets*. Journal of International Money and Finance, 31 (8), 2012;

GOLDBERG, L. S., KENNEDY, C., E MIU, J. *Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs*, Working paper 15763, NBER, 2010;

GOLDMAN SACHS. *Eight Questions on Negative Interest Rates*. Japan Economics Analyst, 2016;

GOLDMAN SACHS. *Global Macro Research*. Issue 96, 25 febbraio 2021.

GOMES, J. F., SARKISYAN, S., *Monetary Policy and Financial Stability*, 2024

GOMBACORTA, L., B. HOFMANN AND G. PEERSMAN. *The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis*.” Journal of Money, Credit and Banking, 46 (4), 2014;

GONCALVES, S., E PERRON, B., *Bootstrapping Factor-augmented Regression Models*, Journal of Econometrics, 182(1), 156-173, 2014;

GONZÁLEZ-PÁRAMO, J.-M. The ECB's monetary policy during the crisis. Closing Speech at the Tenth Economic Policy Conference, Málaga, 21 October 2011.

GOODFRIEND, M. *Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy*. Federal Reserve Bank of Richmond, Working Paper: 00-03, 2000;

GORTSOS, CHRISTOS V. *European Central Banking Law. The Role of the European Central Bank and National Central Banks under European Law*.

GORNEMANN, N., KUESTER, K., AND NAKAJIMA, M. *Doves for the rich, hawks for the poor? distributional consequences of monetary policy*. Working Paper 12-21, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 2016;

GOURINCHAS, P. O., REY, H., & GOVILLOT. *Exorbitant privilege and exorbitant duty*. Mimeo, University of Berkeley, 2010;

Governments, and Inflation. *American Journal of Political Science*, 43(3);

GOYAL, D. *BEWARE the Bubble? The US Stock Market Cap-to-GDP Ratio*. CFA Institute Entprising Investor, 2021;

GOURINCHAS, P.-O., RAY, W., VAYANOS, D. *A Preferred-Habitat Model of Term Premia, Exchange Rates, and Monetary Policy Spillovers*, 2022

GRASSO, G. *Il costituzionalismo della crisi. Uno studio sui limiti del potere e della sua legittimazione al tempo della globalizzazione*. Napoli, Editoriale scientifica, 2012;

GRILLI, V., D. MASCIANDARO AND G. TABELLINI, G. *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*. *Economic Policy*, 13, 1991;

GUARRACINO, S. *Le crisi dell'età contemporanea: 1929, 1973, 2008*. Novecento.org, n. 2. 2014;

GÜRKAYNAK, R. S., SACK, B., E SWANSON, E. *The Sensitivity of Long-term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models*, American Economic Review, 95(1), 425-436, 2005

GYNTEMBERG, J. - HÖRDAHL, P. *Quadro generale degli sviluppi: il rischio sovrano scuote i mercati*, Rassegna trimestrale BRI, marzo 2010;

H. SAUER, *Doubtful it Stood: Competence and Power in European Monetary and Constitutional Law in the Aftermath of the CGUE's OMT Judgment*, 16 German L J 2015;

HADJIEMMANUIL, C. *Democracy, supranationality and central bank independence* in J. Kleinman (ed.), *Central Bank Independence: The Economic Foundations, the Constitutional Implications and Democratic Accountability* (Kluwer Law International 2001);

HAGEDORN, M., LUO, J., MITMANN, K., AND MANOVSKII, I.. *Forward guidance*. Working Paper, 2017;

HAJNAL, P.I. *The G8 System and the G20- Evolution, role and documentation*, Burlington, 2008.

HALL, R., REIS, R. *Maintaining Central-Bank Financial Stability under New-Style Central Banking*. NBER Working Paper 21173, 2015;

HALLETT, H. *Transmission channels of unconventional monetary policy in the euro area: where do we stand?* Parlamento Europeo, 2016;

HAMILTON, J. *Negative Interest Rates*. Econbrowser (blog), February 7, 2016;

HANAKI, N., AKIYAMA E., ISHIKAWA, R. *Behavioral uncertainty and the dynamics of traders' confidence in their price forecasts*, Journal of Economic Dynamics and

Control, forthcoming, 2018;

HANNON, P. *Eurozone Escaped From Deflation in March*. Wall street journal, April 14 2016

HANNOUN, H. *Ultra-Low or Negative Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth*” Speech at the Eurofi High-Level Seminar, Riga, April 22, 2015;

HANSON, S. G., E STEIN, J. C. *Monetary Policy and Long-term Real Rates*, Journal of Financial Economics, 115(3), 429-448, 2015

HARRISON, R. Optimal quantitative easing. Bank of England working paper 678, 2017;

HARUVY, E., NOUSSAIR, C.N., POWELL, O. The impact of asset repurchases and issues in an experimental market,” Review of Finance, 18, 681–713. : “It is not just confusion! Strategic uncertainty in an experimental asset market,” Economic Journal, 127, F563–F580, 2014;

HARUVY, E., Y. LAHAV, AND C. N. NOUSSAIR. Traders’ Expectations in Asset Markets: Experimental Evidence,” American Economics Review, 97, 2007;

HATZIUS, J. *Financial Conditions Indexes: A Fresh Look after the Financial Crisis*, 2010

HAUSKEN, K., NCUBE, M. Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe (capitolo 2, pp. 5-6).

HAUSKEN, K., NCUBE, M. Transmission Channels for QE and Effects on Interest Rates, 2013;

HAUSMAN A., JOHNSTON W.J. *Timeline of a financial crisis: Introduction to the special issue*. Journal of Business Research, 2014;

Heine, Michael, Hansjorg, Her. *The European Central Bank*;

HENKE, A. *What Future For The Eurozone after Karlsruhe?*, 2021

HENSE, F. *Interest Rate Elasticity of Bank Loans: The Case for Sector-Specific Capital Requirements*, 2014;

HETZEL, R. L. *The Great Recession: Market Failure or Policy Failure?*, Cambridge University Press, 2012;

HERRMANN, C. *Legal aspect of European sovereign debt crisis*. Hitotsubashi journal of law and politics, 41: 25-40, Febbraio 2013;

HETZEL R.L., *The Monetary Policy of the Federal Reserve: a History*, Cambridge, Cambridge University Press, 2008;

HINAREJOS A., *The Euro Area Crisis in Constitutional Perspective* (Oxford University Press, capitolo 8, 2015

HOFMANN, B., I. SHIM AND H. S. Shin., *Sovereign Yields and the Risk-Taking Channel of Currency Appreciation*. BIS Working Paper, 2016;

HUIDROM, R., M. A. KOSE AND F. OHNSORGE. *Challenges of Fiscal Policy in Emerging and Developing Economies*. CEPR Discussion Paper: 11347, 2016.

HUTCHINSON J., MEE S., *The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis*, Economic Bulletin Boxes, 5. Consiglio dell'Unione europea, Dichiarazione dei ministri delle finanze dell'UE sul Patto di stabilità e crescita alla luce della crisi della Covid-19, comunicato stampa del 23 marzo 2020;

HUTTL, P. 2014. "Negative Deposit Rates: The Danish Experience." Bruegel (blog),

2014;

ILGMANN, C., MENNER, M. *Negative Nominal Rates: History and Current Proposals*. International Economics and Economic Policy, 2011;

Institute of Economic Affairs Monographs, No. HPB 37. Verdict on the Crash: Causes and Policy Implications, 2009;

ISSING, O. *The Development of Monetary Policy in the 20th Century – Some Reflections*, 2010

Istat, Indici dei prezzi al consumo. Aspetti generali e metodologia di rilevazione, Istituto nazionale di statistica, Roma, 2013;

Ito, Takatoshi e Frederic S. Mishkin. 2006. *Due decenni di politica monetaria giapponese e il problema della deflazione*. Monetary Policy with Very Low Inflation in the Pacific Rim, pp. 131-202 NBER Book Series East Asia Seminar on Economics (NBER- EASE), vol. 15, 2006;

J. BAST, *Don't Act Beyond your Powers* ', 15 German L J, 2014;

JOERGES, C. *Where the Law Ends*, 2014;

JACKSON, H. *"The International Experience with Negative Policy Rates."* Bank of Canada Staff Discussion Paper, 2015;

JANUS, J. The Transmission Mechanism of Unconventional Monetary Policy. Toruń (PL): Institute of Economic Research, 2015;

JESPEN, J. L. *Introduction: Crisis, policy responses and widening inequalities in the EU*. International Labour Review, 2012;

JIMENEZ, G., ONGENA, S., PEYDRO, L., SAURINA, J. *Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say About the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?* *Econometrica*, 82 (2), 2014;

JOHNSTON, ANDREW AND TREVOR PUGH, *The Law and Economics of Quantitative Easing*. SSRN Electronic Journal, 2014;

JORDA, O. *Estimation and Inference of Impulse Responses Local Projections*, *American Economic Review*, 95(1), 161-182, 2005;

JOYCE, M., LASAOSA, A., STEVENS, I., TONG, M. *The financial market impact of quantitative easing*, *International Journal of Central Banking*, 2011;

JOYCE, M., TONG, M., & WOODS, R. The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact. *Bank of England Quarterly Bulletin* 2011 Q3.

JOYCE, M., MICHAEL A. S, NICK McLAREN E CHRIS YOUNG. *Quantitative Easing nel Regno Unito: Evidenze dai mercati finanziari su QE1 e QE2*". *Oxford Review of Economic Policy* 28, 2012,

JOYCE, M, MICHAEL A. S, NICK McLAREN, YOUNG C.. *Quantitative Easing nel Regno Unito: Evidenze dai mercati finanziari su QE1 e QE2*. *Oxford Review of Economic Policy*, 2012;

JOYCE, M, MICHAEL A. S. SPALTRO. *Quantitative Easing e prestiti bancari: A Panel Data Approach*. Documento di lavoro della Banca d'Inghilterra 504, 2014;

JOYCE, M. MICHAEL A. S., LASAOSA, A. STEVENS, I., TONG, M. 2011. *L'impatto sui mercati finanziari del Quantitative Easing nel Regno Unito*. *International Journal of Central Banking*, 2011;

Judgment of 16 June 2015, Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag, C-

62/14, ECLI:EU:C:2015:400.

Judgment of 16 June 2015, Peter Gauweiler and Others v Deutscher Bundestag, C-62/14, ECLI:EU:C:2015:400. Gibran Watfe, *The Impact of the ECB's Asset Purchase Programmes on Sovereign Bond Spreads in the Euro Area*, abstract, 2015.

Judgment of the 11th December of 2018, Heinrich Weiss and Others, C-493/17, ECLI:EU:C:2018:1000;

Judgment of the 27 November 2012, Thomas Pringle v Government of Ireland and Others, C-370/12, ECLI:EU:C:2012:756;

TUORI, K, *The European Financial Crisis: Constitutional Aspects and Implications*, EUI Working Paper, (2012) Law 2012/28.

KAN, KAZUTOSHI, YUI KISHABA E TOMOHIRO TSURUGA. *Effetti delle politiche dall'introduzione del Quantitative and Qualitative Monetary Easing (QQE) - Valutazione basata sul modello macroeconomico su larga scala della BoJ (Q-JEM)*". Documento di lavoro della Banca del Giappone n. 16-E-15, 2016;

KANG, D. W., LIGTHART, N., E MODY, A. *The European Central Bank: Building a Shelter in a Storm*, Working paper 527, CFS, 2015;

KAPETANIOS, G., H. MUMTAZ, I. STEVENS AND K. THEODORIDIS. Assessing the Economy-Wide Effects of Quantitative Easing. *The Economic Journal*, 122: 316-347, 2012;

KARLRIESENHUBER, *European Legal Methodology*, Cambridge: Intersentia Ltd, 2017;

KHETAB, S. *A legal analysis of the European Financial Stability Mechanism*. *Journal of International Banking law and Regulation*, 2011;

KILIAN, L. *Finite-sample Properties of Percentile and Percentile-t Bootstrap Confidence Intervals for Impulse Responses*, The Review of Economics and Statistics, 81(4), 652-660, 1999;

KIM, T.-H., LEE, D. J., E MIZEN, P. *Impulse Response Analysis in Conditional Quantile Models and an Application to Monetary Policy*, Mimeo, University of Nottingham, 2018;

KOOP, G., PESARAN, M. H., E POTTER, S. M. *Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models*, Journal of Econometrics, 74(1), 119-147, 1996;

KORMILITSINA, A., E NEKIPELOV, D. *Consistent Variance of the Laplace-Type Estimators: Application to DSGE Models*, International Economic Review, 57(2), 603-622, 2016;

KLABBERS, J.- A. Wallendahl (edited by), *Research handbook on the law of international organizations*, Cheltenham, 2011;

KRISHNAMURTHY, A., AND A. VISSING-JORGENSEN *The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy*, Brookings Papers on Economic Activity, 2, 215–287, 2011;

KRISHNAMURTHY, A., NAGEL, S., E VISSING-JORGENSEN, A., *ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels*, Review of Finance, 22(1), 1-44, 2017;

KRISHNAMURTHY, A., NAGEL, S., VISSING-JØRGENSEN, A. *ECB policies involving government bond purchases: impact and channels*. Unpublished working paper. Stanford University, University of Michigan, and University of California Berkeley, 2014;

KRISHNAMURTHY, A., VISSING- JØRGENSEN, A. *The effects of quantitative easing on*

interest rates. Brookings Papers on Economic Activity Fall 2011;

KRUGMAN, P. R., DOMINQUEZ, K. M., & ROGOFF, K. *It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap*. Brookings Papers on Economic Activity, 1998;

KRUSELL, P. AND SMITH, A. *Income and wealth heterogeneity in the macroeconomy*. Journal of Political Economy, 106(51), 1998;

KUTTNER, K. N., *Monetary policy surprises and interest rates: Evidence from the Fed funds futures market*. Journal of Monetary Economics, 47(3), 2001;

KUTTNER, K. N., *Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market*, Journal of Monetary Economics, 47(3), 523-544, 2001

LAGARDE C., (20 marzo 2020), Crisi mondiale, l'economia si spegne. Sosterremo tutti i cittadini finché dura l'emergenza, nella Repubblica.

LANE, P. R., *Pandemic central banking: the monetary stance, market stabilisation and liquidity*; 2020

LANE, P. R. *The European Sovereign Debt Crisis*. The Journal of Economic Perspectives, vol. 26, 2012;

LANE, P., Speech by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, at the Bank of Finland's International Monetary Policy Conference, 2024

LANGIULLI, M. *Il possibile impatto dei rating emessi dalle agenzie e un'analisi dei giudizi sul debito sovrano emessi da Standard & Poor's*, Moneta e Credito, vol. 67 n. 268, 2014;

LAUTENSCHLÄGER, S. *Monetary policy - end of history?*, 2018.

LEGRAND, F. AND RAGOT, X. Optimal fiscal policy with heterogeneous agents and aggregate shocks. Working Paper, 2017;

LENER, R. *Tecnologie e attività finanziaria, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2019;

LENZA, M., SLACALEK, J. *How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area*. ECB Working Paper Series No. 2190, 2018;

LENZA, M., H. PILL, REICHLIN, L. *Monetary policy in exceptional times*, Economic Policy, 25, 2010;

LHUISSIER, S., & NGUYEN, B. *The dynamic effects of the ECB's asset purchases: A survey-based identification*. Banque de France Working Paper No 806, 2021;

LIIKANEN, E. *Low interest rate environment and systemic risks - current issues*, 2016;

LINDEBOOM, J., WESSEL. A.R. *The Autonomy of EU Law, Legal Theory and European Integration*. European Papers, 2023;

LITTERMAN, R. B. *Techniques of forecasting using vector autoregressions*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Working Paper No.115, 1979;

LOBERTO M., LUCIANI A. E PANGALLO M., *Le potenzialità dei big data per l'analisi del mercato immobiliare in Italia, dal sito di Banca d'Italia*, 2018;

LUCAS, A., SCHWAAB, B., E ZHANG, X., *Conditional Euro Area Sovereign Default Risk*, Journal of Business & Economic Statistics, 32(2), 271-284, 2014

LUETTICKE, R. *Transmission of monetary policy with heterogeneity in household portfolios*. Working Paper, 2015;

LUÍS DA CRUZ VILAÇA, J. *The judgment of the German federal constitutional court and the court of justice of the European union – judicial cooperation or dialogue of the deaf*, 2020;

M. GOLDMANN. *Adjudicating Economics: Central Bank Independence and the Appropriate Standard of Judicial Review*. 15 German L J, 2014.

M. KUMM, *Rebel without a Good Cause: Karlsruhe's Misguided Attempt to Draw the CGUE into a Game of Chicken and What the CGUE Might Do about It*, 15 German L J, 2014;

MAJONE, G., *Rethinking the Union of Europe Post-Crisis* (Cambridge University Press 2014), 2014;

MALATESTA, A. *La Banca Centrale Europea*. Milano, Giuffrè, 2003;

MALATESTA, A. *La Banca centrale europea: gli aspetti istituzionali della Banca centrale della comunità europea*, 2003.

MARRO, E. *Li ricordate? I sei grandi "cigni neri" degli ultimi vent'anni*, 2016

MASCIANDARO D., *La terza via della BCE nel solco di Draghi*, in *Il sole 24 ore*, 2020;

MAYER, F.C., *Rebels without a Cause: A Critical Analysis of the German Constitutional Court's OMT Reference*, 15 German L J, 2014;

MAYER, T. *In Search of a More Stable Monetary and Financial Order*, 2014;

MCANDREWS, J. 2015. *Negative Nominal Central Bank Policy Rates: Where Is the Lower Bound?* Speech at the University of Wisconsin in Madison, May 8, 2015.

MCKAY, A. REIS, R.. *The role of automatic stabilizers in the u.s. business cycle*. Econometric, 84(1):141–194, 2016;

MCKAY, A., NAKAMURA, E., STEINSSON, J. (2016). *The power of forward guidance revisited*. American Economic Review, 2016;

MEGGYESI, P., *Reflections on Negative Interest Rates in Switzerland*, 2010

MENDOZA, E. 2010. *Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage*. American Economic Review, 100: 1941-1966.

MERTENS, K., E RAVN, M. O. *The Dynamic Effects of Personal and Corporate Income Tax Changes in the United States*, The American Economic Review, 103(4), 1212-1247, 2013

MERTENS, K. R. S. M. AND M. O. RAVN (2014) *Fiscal policy in an expectations-driven liquidity trap*, Review of Economic Studies, 81, 1637–1667.

MESSORI, M. (2020). *The Economy in the time of the coronavirus: The different limits of the monetary and fiscal policies*. SEP Working Paper No. 8/2020.

MESTERS, G., KOOPMAN, S.J., SCHWAAB, B., *A dynamic yield curve model with stochastic volatility and non-Gaussian interactions: an empirical study of non-standard monetary policy in the euro area*. Tinbergen Institute discussion paper 14-071/III, 2014;

MICHAELIS, HENRIKE E SEBASTIAN WATZKA. *Ci sono differenze nell'efficacia del Quantitative Easing allo Zero-Lower-Bound in Giappone nel tempo?*. Journal of International Money and Finance 70, 2017;

MICOSSI, S. *The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)*;

MINENNA M., *La nuova rotta delle banche centrali*, in “Il sole 24 ore”, 2020;

MIRAGLIA, M., *Il Trasferimento Dei Compiti Di Vigilanza Alla Bce: Verso Una Governance Multilivello Del Credito In Europa?*. Rivista di Diritto Docietario, ISSN,2015;

MIRANDA-AGRIPPINO, S., E RICCO, G. *The Transmission of Monetary Policy Shocks*, Mimeo, University of Warwick, 2017

J.P. MORGAN, *Negative Policy Rates The Bound is Lower than You Think*. Special Report, February 9, 2016;

MOAVERO MILANESI, E. *Spunti con riguardo al dibattito per riformare le regole dell'unione economica e monetaria europea*, College of Europe, Bruges - Luiss Guido Carli, 2022

MODY, A., *From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability*, Working paper 9-108, IMF, 2009;

MODY, A. *Euro Tragedy: A Drama in Nine Acts*, Oxford University Press, 2018;

MODY, A., E SANDRI, D., *The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip*, Economic Policy, 27(70), 199-230, 2012

MODY, A., NEDELJKOVIC, M. *Central Bank Policies and Financial Markets: Lessons from the Euro Crisis*, 2019;

MONFORT, A., E RENNE, J.-P., *Decomposing Euro-area Sovereign Spreads: Credit and Liquidity Risks*, Review of Finance, 18(6), 2103-2151, 2013

MORRA, C.B., R. SMITS E A. MAGLIARI, *The Administrative Board of Review of the European Central Bank: Experience After 2 Years*, Eur. Bus. Org. Law Rev. (2017);

MOSER, P. *Checks and Balances, and the Supply of Central Bank Independence*, European Economic Review, 1999;

MOSTACCI, E. *La sindrome di Francoforte: crisi del debito, costituzione finanziaria europea e torsioni del costituzionalismo democratico. Politica del diritto*, 2013.

MOTTO, R., ÖZEN, K. *Market-stabilization QE*, 2022

MOUABBI, S., SAHUC, J. G., *Evaluating the macroeconomic effects of the ECB's unconventional monetary policies*. Journal of Money, Credit and Banking, 51(4), 831–858, 2019;

NAKAMURA, E., E STEINSSON, J., *Identification in Macroeconomics*, Journal of Economic Perspectives, 32(3), 59-86, 2018

NASTI S., PASQUALONE F., *Le misure di politica monetaria dell'eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca D'Italia*, 2020;

NATALE, ANTONIO. *La politica monetaria della Banca Centrale Europea, Il suo ruolo e gli effetti nell'economia*.

NERI, S., ROPELE, T. The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area. Bank of Italy Working Paper No. 1007, 2015;

NERI, S., ROPELE, T. The macroeconomic effects of the sovereign debt crisis in the euro area. Bank of Italy Working Paper No. 1007., 2015;

NERI, S., SIVIERO, S. The non-standard monetary policy measures of the ECB: Motivations, effectiveness and risks. Credit and Capital Markets, Credit and Capital Markets, 2018;

NOTARPIETRO, A. E RODANO, L. “*The Evolution of Bad Debt in Italy During the Global Financial Crisis and the Sovereign Debt Crisis: A Counterfactual Analysis*”, Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers, n. 350, 2016 Roma: Banca d'Italia;

Note tematiche sull'Unione Europea del Parlamento Europeo.

NUZZO, S., MORONE, A., Asset markets in the lab: A literature review,” Journal of Behavioral and Experimental Finance, 2017;

NUZZO, S., MORONE, A. *Asset markets in the lab: A literature review*. Journal of Behavioral and Experimental Finance, 2017;

OEHMKE, M., ZAWADOWSKI, A. *Synthetic or real? The equilibrium effects of credit default. swaps on bond markets*. Unpublished working paper. Columbia University and Boston University, 2014;

Opinion of 4 October 2018, Advocate General Wathelet, C-493/17, ECLI:EU:C:2018;

ORPHANIDES, A. *ECB Monetary Policy and Euro Area Governance: Collateral Eligibility Criteria for Sovereign Debt*, 2017; Monetary Policy Lessons from the Crisis, 2010.

OURA, H., GONZÁLEZ-HERMOSILLO, B., CHAN-LAU, J. A., GUDMUNDSSON, T., VALCKX, N. *Changes in Bank Funding Patterns and Financial Stability Risks*, 2013;

PACE, L. F. *La crisi del “sistema” euro (2009-2013): cause, fasi, players e soluzioni (The 'Euro System' Crisis: Causes, Phases, Players and Solutions)*, 2014

PADOA, T. -SCHIOPPA, *L'euro e la sua banca centrale. L'unione dopo l'Unione*. Bologna, Il Mulino, 2004;

PANETTA, F. *Central Banking in the XXI Century: Never Say Never*, 2016.

PANETTA F. Normalising monetary policy in non-normal times, Speech at a policy lecture hosted by the SAFE Policy Center and the Centre for Economic Policy Research (CEPR), GoetheUniversity, Francoforte sul Meno, 2022;

PAPADIA, F., SANTINI, C. *La Banca centrale europea*. Il Mulino, 2019;

PARENTI, R. *Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)*, Note tematiche sull'unione europea Parlamento europeo, 4/2020;

PASQUARIELLO, P., ROUSH, J., VEGA, C. *Government intervention and strategic trading in the U.S. Treasury market*. Unpublished working paper. University of Michigan and Federal Reserve Board, 2014;

PELLEGRINI, M. *L'architettura di vertice del sistema finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*. Rivista trimestrale di diritto dell'economia, Seconda edizione 2012;

PENZA, P. *Basilea 3 e gli impatti sulle banche: redditività, gestione del capitale e ruolo del Pillar 2*. Bancaria, Minerva Bancaria, 11/2011;

PEZZUTO, ANTONIO. *L'evoluzione del quadro regolamentare e di vigilanza sui crediti deteriorati*. Studio Tidona e associati, 2019;

PEZZUTO, ANTONIO. *La riforma dell'architettura di vigilanza europea*. Magistra Banca e Finanza rivista di diritto bancario e diritto finanziario. Studio legale Tidona e Associati, 2018;

PIERINI, *L'Unione Europea verso l'unione bancaria: indicazioni e dilemmi derivanti dal confronto con il modello di vigilanza sui mercati creditizi degli Stati Uniti*

d’America, 1-2017, 173 ss;

PINTO, J., COUTINHO DOS SANTOS, M. *Corporate Financing Choices after the 2007-2008 Financial Crisis*, 2021;

POLI, S. *The German Federal Court and its first ultra vires review: a critique and a preliminary assessment of its consequences*;

PORCHIA, O. *Il ruolo della Corte di giustizia dell’Unione europea nella governance economica europea. Il diritto dell’Unione europea*, 2013;

POTTER S. M., SMETS F. *Unconventional monetary policy tools: a crosscountry analysis*. CGFS Papers N° 63, 2019;

PRAET, P. *La BCE sta facendo abbastanza?*, 2014

PRESBITERIO, A.F., *La crisi del 2007: fatti, ragioni e possibili conseguenze*. Università Politecnica delle Marche, 2009;

PREVITALI, D. *Insegnamento di “Economia dei mercati e degli intermediari finanziari.”* Slide lezione Vigilanza finanziaria;

R. J. GOEBEL. *Court of Justice Oversight Over the European Central Bank: Delimiting the ECB’s Constitutional Autonomy and Independence in the OLAF Judgment*. Fordham Int. Law Journal, 2005;

RAMEY, V. A., *Macroeconomic Shocks and Their Propagation*, in Handbook of Macroeconomics, ed. by J. B. Taylor, e H. Uhlig, vol. 2, chap. 2, pp. 71-162, Elsevier, 2016

RAVN, M. O. AND STERK, V. *Macroeconomic fluctuations with hank and sam: an analytical approach*. Working Paper, 2016;

RAVN, M. O., STERK, V. Macroeconomic fluctuations with hank and sam: an analytical approach. Working Paper, 2016;

Regolamentazione e Analisi macroprudenziale, Circolare n. 269 del 7/5/2008;

REICHLIN, L. *Monetary-Fiscal Crosswinds in the European Monetary Union*, 2023.

REICHLIN, L., GIANNONE, D., LENZA, M. *Money, Credit, Monetary Policy and the Business*, 2019

REIS, R. *Interpreting the Unconventional U.S. Monetary Policy of 2007-09*, 2011

REITER, M., *Solving heterogeneous-agent models by projection and perturbation*. Journal of Economic Dynamics and Control,(33), 2009;

Relazione della Commissione europea al Consiglio e al Parlamento europeo. *Gli effetti delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE sul ciclo economico*, Bruxelles 23/6/2010;

Reports to Congress Pursuant to Section 13(3) of the Federal Reserve Act in response to COVID-19, 8 settembre 2020.

RESTOY F. *Bail-in in the New Bank Resolution Framework: Is There an Issue with the Middle Class?*, intervento alla IADI-ERC International Conference Resolution and Deposit Guarantee Schemes in Europe: Incomplete Processes and Uncertain Outcomes, Napoli, 23 marzo, Banca per i Regolamenti Internazionali, 2018;

REY, H., GERKO, E. *Monetary Policy in the Capitals of Capital*, 2023

RICCIARDI R. Le Borse di oggi, 10 settembre. La Bce lascia tassi e Qe invariati e vede meno nero sul 2020. Le Borse Ue chiudono deboli, in La Repubblica. 2020;

RIVOLTA G. *An Event Study Analysis of ECB Unconventional Monetary Policy*. Working Paper no. 2014-02;

ROBERTS, G. O., E ROSENTHAL, J. S. *Examples of Adaptive MCMC*, Journal of Computational and Graphical Statistics, 18(2), 349-367, 2009;

ROCCO, M. *EY Italian Macroeconomic Bulletin*, 2023 - Q3;

ROGERS, J.H., SCOTTI, C., WRIGHT, J.H. *Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a cross-country comparison*. International Finance discussion paper 1101. Federal Reserve Board, 2014;

ROGERS, J. H., SCOTTI, C., E WRIGHT, J. H. *Evaluating Asset-market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Multi-country Review*, Economic Policy, 29(80), 749-799, 2014;

ROMER, C. D., E ROMER, D. H. *A New Measure of Monetary Shocks: Derivation and Implications*, American Economic Review, 94(4), 1055-1084, 2004;

ROSELLI, O. (cur.). *Europa e banche centrali*. Napoli, Esi, 2004;

ROSTAGNO, M., ALTAVILLA, C., CARBONI, G., LEMKE, W., MOTTO, R., & GUILHEM, A. S. *Combining negative rates, forward guidance and asset purchases: Identification and impacts of the ECB's unconventional policies*. ECB Working Paper No. 2564, 2021;

ROSTAGNO, M., ALTAVILLA, C., CARBONI, G., LEMKE, W., MOTTO, R., GUILHEM, A. S., & YIANGOU, J. (2019). *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20*. ECB Working Paper No. 2346.

ROSTAGNO, M., ALTAVILLA, C., CARBONI, G., LEMKE, W., MOTTO, R., GUILHEM, A. S., & YIANGOU, J. (2019). *A tale of two decades: The ECB's monetary policy at 20*. ECB Working Paper No. 2346. Now published as *Monetary Policy in Times of Crisis*:

A Tale of Two Decades of the European Central Bank. Oxford University Press, 2019;

RUFFERT, M. *The european debt crisis and european union law*, Common market Law Review n.48, Londra, 2011;

SCHNABEL, I., BRUNNERMEIER, M., ROTHER, S., *Asset Price Bubbles and Systemic Risk*, 2020;

SCHWARZ, K., *Mind the gap: Disentangling Credit and Liquidity in Risk Spreads*, Discussion paper, 2016;

SCHOENMAKER, D. *Greening Monetary Policy*, 2021

SCHULZ, C. *Announcements and Credibility of Monetary Policy*, 1996

SIMON, S. Direct Cooperation Has Begun: Some Remarks on the Judgment of the ECJ on the OMT Decision of the ECB in Response to the German Federal Constitutional Court's First Request for a Preliminary Ruling, 16 German L J, 2015.

SMETS, F. *The First Twenty Years of the European Central Bank: Monetary Policy*, 2019;

SONNENBERG, N., SCHNABL, G. *Monetary Policy, Financial Regulation and Financial Stability: A Comparison between the Fed and the ECB*, 2020.

STARK, J. *The Stability and Growth Pact: Crisis and Reform*, 2011;

STOCK, J. H., E WATSON, M. W., *Identification and Estimation of Dynamic Causal Effects in Macroeconomics Using External Instruments*, The Economic Journal, 128(610), 917-948, 2018;

SVENSSON, L. E., *Monetary Policy and Financial Markets at the Effective Lower Bound*, Journal of Money, Credit and Banking, 42(s1), 229-242, 2010;

SZCZERBOWICZ, U., *The ECB Unconventional Monetary Policies: Have They Lowered Market Borrowing Costs for Banks and Governments?*, International Journal of Central Banking, 11(4), 91-127, 2015

TRICHET, J.-C. *The ECB's Enhanced Credit Support*, 2009

VALLA, N., PFISTER, C. *'New Normal' or 'New Orthodoxy'? Elements of a Central Banking Framework for the After-Crisis*, 2018;

VALLI, M., DE CARVALHO, F. A. *Fiscal and Monetary Policy Interaction: a Simulation Based Analysis of a Two-country New Keynesian DSGE Model with Heterogeneous Households*, 2010

VÉRON, N. *Sovereign concentration charges: A new regime for Euro-Area banks' sovereign exposures*. Study provided in the context of Economic Dialogues with the President of the Eurogroup in ECON November, 2017.

VLIEGHE, G. *Imperfect Credit Markets: Implications for Monetary Policy*, 2010;

WHITE, H., KIM, T.-H., E MANGANELLI, S., *Modeling Autoregressive Conditional Density with Exogenous Variables*, Journal of Econometrics, 162(2), 269-279, 2011;

WOODFORD, M., *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003;

WU, J. C., E XIA, F. D., *Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound*, Journal of Money, Credit and Banking, 48(2-3), 253-291, 2016.

WYPLOSZ, C. *The Eurozone in the Current Crisis*, 2010;

YELLEN, J. L., *Perspectives on Monetary Policy*, Speech at the 2016 Thomas Laubach Research Conference, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C., May 18, 2016

ZAGHINI, A. *The CSPP at work - Yield heterogeneity and the portfolio rebalancing channel*. ECB Working Paper No. 2075, 2019.

SITOGRAFIA

Andrade, Philippe, Christophe Cahn, Henri Fraisse, and Jean-Stéphane Mésonnier. 2017. “Can the Provision of Long-Term Liquidity Help to Avoid a Credit Crunch? Evidence from the Eurosystem's LTRO.” Bank of France. December 30, 2017. <https://ypfs.som.yale.edu/library/can-provision-long-term-liquidity-help-avoid-credit-crunch-evidence-eurosystems-ltro>;

Angelini P., Bofondi M. e Zingales L. (2017), “The Origins of Italian NPLs”, mimeo, Banca d'Italia e Università di Chicago, all'URL http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Origins%20of%20Italian%20NPLs_Angelini_Bofondi_Zingales.pdf;

(Avdjiev, Everett, and Shin 2019) Avdjiev, Stefan, Mary Everett, and Hyun Song Shin. March 5, 2019. “Following the Imprint of the ECB’s Asset Purchase Programme on Global Bond and Deposit Flows.” BIS Quarterly Review, March, 69–81. Journal

article describing the residency of APP counterparties. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/following-imprint-ecbs-asset-purchase-programme-global-bond-and-deposit-flows>;

(Arnold and Stubbington 2020) Arnold, Martin, and Tommy Stubbington. March 26, 2020. “ECB Shakes off Limits on New €750bn Bond Buying Plan.” Financial Times. Frankfurt. Article analyzing the unannounced change removing the purchase limits on public-sector securities. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19619>;

(Avdjiev, Everett, and Shin 2019) Avdjiev, Stefan, Mary Everett, and Hyun Song Shin. March 5, 2019. “Following the Imprint of the ECB’s Asset Purchase Programme on Global Bond and Deposit Flows.” BIS Quarterly Review, March, 69–81. Journal article describing the residency of APP counterparties. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/following-imprint-ecbs-asset-purchase-programme-global-bond-and-deposit-flows>.

(Berenberg-Gossler, Enderlein, Fiedler, Gern, Raddant, Stolzenburg, Blot, et al. 2016) Berenberg-Gossler, Paul, Henrik Enderlein, Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern, Matthias Raddant, Ulrich Stolzenburg, Christophe Blot, et al. September 26, 2016. “Financial Market Fragmentation in the Euro Area: State of Play.” In-Depth Analysis PE 587.314. Monetary Dialogue Papers. Analysis requested by the European Parliament’s Monetary Expert Panel assessing the risks of financial fragmentation. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19580>.

Banca d’Italia (2018), “Linee Guida per le banche Less Significant italiane in materia di gestione di crediti deteriorati”, gennaio, Roma: Banca d’Italia, disponibile alla URL <https://www.bancaditalia.it>;

Banca d’Italia. (2022). Bollettino economico BCE, n. 6 - 2022. www.bancaditalia.it

Banca d’Italia (2013), Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 5, Roma: Banca d’Italia, disponibile alla URL <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto->

[stabilita/2013-5/rapporto_stabilita_finanziaria;](#)

Banca Centrale Europea (2018), Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803_it.pdf;

Banco Central Europeu, <https://www.igcp.pt/pt/menu-lateral/certificados-de-aforro/descricao/>, Relatório anual 2022,2023;

Giovanni Di Bartolomeo, and Marcello Messori. September 2020. “Theory, Evidence, and Risks of the ECB’s Asset Purchase Programme.” In-Depth Analysis PE 652.746. Monetary Dialogue Papers. Study discussing the economic theory behind, and the evidence of, the APP and PEPP. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/theory-evidence-and-risks-ecbs-asset-purchase-program>;

Bernanke, Ben S. 2014. *Osservazioni fatte in una conversazione moderata da Liaquat Ahamed, il 16 gennaio 2014, a Washington*. In “Il Central Banking dopo la Grande Recessione: A Discussion with Federal Reserve Chairman Ben Bernanke on the Fed's 100th Anniversary”. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2014/01/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf;

Banco de Portugal. (2021). Relatório do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa_Lisboa Disponível em: <https://clientebancario.bportugal.pt/pt-pt/publicacao/relatorio-do-inqueritoliteracia-financeira-da-populacao-portuguesa-2020>.

Banco de Portugal. Boletim Económico, Março 2023, p. 13_Lisboa Disponível em: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_mar23_p.pdf

Banco de Portugal.Taxas de juro de depósitos (novas operações) particulares.

Disponível em: <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/quadros/1583>

Bloomberg: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2012-07-26/draghi-says-ecb-to-do-whatever-needed-as-yields-threaten-europe> Financial Times: <http://www.ft.com/cms/s/0/6ce6b2c2-d713-11e1-8e7d-00144feabdc0.html#axzz4Hlpdl5xp>;

(Blot, Creel, and Hubert 2020) Blot, Christophe, Jérôme Creel, and Paul Hubert. September 30, 2020. “APP vs PEPP: Similar, But With Different Rationales.” Study PE 652.743. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Paper analyzing the PEPP’s role preventing the fragmentation of eurozone economies. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>

Boeckx, Jef, Maarten Dossche, and Geert Peersman. 2017. “Effectiveness and Transmission of the ECB’s Balance Sheet Policies.” International Journal of Central Banking 13, no. 1 (February): 297-333. <https://ypfs.som.yale.edu/library/effectiveness-and-transmission-ecbs-balance-sheet-policies>;

Boeckx, Jef, Maarten Dossche, and Geert Peersman. 2017. “Effectiveness and Transmission of the ECB’s Balance Sheet Policies.” International Journal of Central Banking 13, no. 1 (February): 297-333. <https://ypfs.som.yale.edu/library/effectiveness-and-transmission-ecbs-balance-sheet-policies>;

(Blot, Creel, and Hubert 2020) Blot, Christophe, Jérôme Creel, and Paul Hubert. September 30, 2020. “APP vs PEPP: Similar, But with Different Rationales.” Study PE 652.743. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Paper analyzing the PEPP’s role preventing the fragmentation of eurozone economies. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>;

(Blot, Creel, and Hubert 2020) Blot, Christophe, Jérôme Creel, and Paul Hubert. September 30, 2020. “APP vs PEPP: Similar, But With Different Rationales.” Study PE 652.743. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies.

Paper analyzing the PEPP's role preventing the fragmentation of eurozone economies.
<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>

(Blot, Creel, and Hubert 2020) Blot, Christophe, Jérôme Creel, and Paul Hubert. September 30, 2020. "APP vs PEPP: Similar, But with Different Rationales." Study PE 652.743. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies. Paper analyzing the PEPP's role preventing the fragmentation of eurozone economies.
<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/app-vs-pepp-similar-different-rationales>.

Carpinelli, Luisa, and Matteo Crosignani. 2017. "The Effect of Central Bank Liquidity Injections on Bank Credit Supply." Federal Reserve Board. (March 9).

Cottarelli, C. *L'osservatorio dei conti pubblici italiani. manager Italia. Cottarelli, C. pachidermi e pappagalli. Critica della politica economica*, Draghi. Economia e politica- rivista online;

Daetz, Stine Louise, Sarah Qian Wang, Marti G. Subrahmanyam, Dragon Yongjun Tang. 2019. "Can Central Banks Boost Corporate Investment? Evidence from the ECB Liquidity Injections." May 24, 2019. <https://ypfs.som.yale.edu/library/can-central-banks-boost-corporate-investment-evidence-ecb-liquidity-injections>;

Draghi strikes back II (The Economist – 02/29, 2012 – Economist article evaluating the second set of LTROs and comparing them to the first. It is a critical article.
<https://ypfs.som.yale.edu/library/draghi-strikes-back-ii>.

Den Haan, W., M. Ellison, E. Ilzetzki, M. McMahon and R. Reis (2017). The future of central bank independence: Results of the CFM–CEPR Survey. <http://voxeu.org/article/future-central-bank-independence>;

Diritto Bancario.it, Fintech: la roadmap dell'EBA per il 2018/2019, 16/03/2018; Disponivel em:
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2022~8ae51d163b.pt.pdf>

“Early Repayments of Funds Raised Through Three-Year Longer-Term Refinancing Operations: Developments Since February 2013.” ECB Monthly Bulletin. European Central Bank. July 2013. <https://ypfs.som.yale.edu/library/early-repayments-funds-raised-through-three-year-longer-term-refinancing-operations>;

Europarl.europa.eu – Note tematiche sull’Unione europea, Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria. EY publications, Basilea IV Regulatory Suite Il Nuovo Framework Regolamentare Bancario di Vigilanza EY Approach Common Market Law Review Volume 46, Issue 4 (2009);

EY. (2023). Analisi trimestrale sullo scenario macroeconomico globale, europeo e italiano,

ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>;

ECB 2017) European Central Bank (ECB). 2017. “*Base Money, Broad Money and the APP.*”

ECB Economic Bulletin, Boxes, no. 6: 62–65. Note describing money-supply fluctuations and the settlement system of the APP. <https://ypfs.som.yale.edu/library/document/base-money-broad-money-and-app>.

ECB, “*Capital Subscription*”, accessed on: www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html.

ECB March 11, 2021. “Monetary Policy Decisions.” Press Release. Press release describing policy rate cut as a response to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19613>.

OECD 2007–2021) Organization for Economic Co-operation and Development

(OECD). 2007–2021. “Long-Term Government Bond Yields: 10-Year.” Main Economic Indicators. IRLTLT01[XX]M156N. Federal Reserve Economic Data (FRED).

Monthly data recording the yields of 10-year government bonds issued by selected eurozone countries; each series identifier can be constructed using ISO-3166-1 alpha-2 codes. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19617>.

ECB. No date. “Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) Questions & Answers.” Accessed April 19, 2021.

ECB/2020/8 2020 Decision (EU) 2020/187 of the European Central Bank of 3 February 2020 on the Implementation of the Third Covered Bond Purchase Programme (Recast). February 12, 2020. 039 OJ L. ECB: 32020D0187. Most recent decision renewing the CBPP3 and setting eligibility criteria. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19609>

ECB announces measures to support bank lending and money market activity.” European Central Bank. December 8, 2011. <https://ypfs.som.yale.edu/node/2545>.

FAQs on the measures to support bank lending and money market activity. European Central Bank. December 8, 2011. <https://ypfs.som.yale.edu/library/faqs-measures-support-bank-lending-and-money-market-activity>.

FAQs detailing specific terms and exemptions of the PEPP’s rules. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19594>;

Fitch Ratings. No date. “Greece Credit Ratings.” Accessed June 30, 2021. Web page showing credit ratings for Greek sovereign debt. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19616>.

Forbes: <http://www.forbes.com/sites/abrambrown/2012/07/26/draghi-well-do-whats-needed-to-save-theeuro/#58ed6c823eb4>

García-Posada, Miguel, and Marcos Marchetti. 2016. "The bank lending channel of unconventional monetary policy: The impact of the VLTROs on credit supply in Spain." *Economic Modelling* 58 (November): 427-441.
<https://ypfs.som.yale.edu/library/bank-lending-channel-unconventional-monetary-policy-impact-vltros-credit-supply-spain;>

Grund, Sebastian. March 25, 2020. Legal, Compliant and Suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)." Policy Brief. Repair and prepare. Article arguing that the PEPP was created legally.
<https://ypfs.som.yale.edu/library/document/legal-compliant-and-suitable-ecbs-pandemic-emergency-purchase-programme-pepp;>

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/organisation/accountability;>

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.it.html;>

https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf

<https://www.ilsole24ore.com/art/bce-tassi-hanno-raggiunto-tetto-AFGsQQ1B>

IFRS 9, Il Sole 24 Ore Finanza, 3/11/2018.

Il Sole 24 Ore, Argomenti: Capital Market Union 2/08/2018;

Il Sole 24 Ore, 21/10/2016,

Il Sole 24 Ore, Argomenti: EBA. Jacques de Larosière, The High-Level Group on Financial supervision in the UE, 25/2/2009. L'accesso al diritto dell'unione europea, EUR-lex;

Il Sole 24 ore, pensioni, contributivo e stop alle anzianità- 17 dicembre 2011

Il Sole 24 ore, disoccupazione Grecia- 12 maggio 2011

Il Sole 24 ore, il taglio delle agenzie di rating alla Grecia 28 luglio 2011.

Impact of the Two Three-Year Longer-Term Refinancing Operations – Short box in an ECB Monthly Bulletin that displays the market conditions that precipitated the two three-year LTROs, the impact of those LTROs, and several lessons learned from the program. [https://ypfs.som.yale.edu/library/impact-two-three-year-longer-term refinancingoperations](https://ypfs.som.yale.edu/library/impact-two-three-year-longer-term-refinancingoperations);

ISTAT, Statistiche report, 20 marzo 2023. ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>.

ECB, Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, giugno 2023, <https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html>. I tassi si abbasseranno nel 2024? Warrant Hub;

Il Sole 24ore: http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-07-26/draghi_messaggio-chiaro-pronti121634.shtml?uuid=AbDU57DG;

Krishnamurthy, Arvind, Stefan Nagel, and Annette Vissing-Jorgensen. 2017. “ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels.” National Bureau of Economic Research. (November). <https://ypfs.som.yale.edu/library/ecb-policies-involving-government-bond-purchases-impact-and-channels>.

Kocherlakota, N. 2016a. “Use the Power of Negative Rates.” Bloomberg View (blog), March 10, 2016.

Lagarde, Christine, and Luis de Guindos. March 12, 2020. Questions and answers.

Questions and answers presented at the European Central Bank, Frankfurt am Main, March 12. Journalists' questions before the PEPP was announced; ECB President Lagarde said that the Governing Council was "not here to close spreads. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19599>;

Lane, Philip R. August 27, 2020. "The Pandemic Emergency: The Three Challenges for the ECB." Slides presented at the Jackson Hole Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 27. Presentation by ECB vice president describing the ECB's response to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/1960>;

Le crisi bancarie e l'azione della Vigilanza. Audizione del Governatore della Banca d'Italia presso la Commissione Parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 19 dicembre, disponibile alla URL <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2017/Visco>;

La Commissione Parlamentare d'inchiesta sul sistema bancario e finanziario, Roma, 19 dicembre, disponibile alla URL <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2017/Visco>;

Lagarde, Christine, and Luis de Guindos. March 12, 2020. Questions and answers. Questions and answers presented at the European Central Bank, Frankfurt am Main, March 12. Journalists' questions before the PEPP was announced; ECB President Lagarde said that the Governing Council was "not here to close spreads. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19599>;

Lo, A. *Reading about the Financial Crisis: A 21-Book Review*. Massachusetts Institute of Technology, mimeo, 2012;

Lagarde, Christine. June 4, 2020. Questions and answers. Questions and answers presented at the European Central Bank, Frankfurt am Main, June 4;

(Lane 2020) Lane, Philip R. June 22, 2020. "The Market Stabilisation Role of the

PandemicEmergency Purchase Programme.” European Central Bank (blog). Blog post articulating the purpose of the PEPP distinct from the macroeconomic objectives of the APP. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19600>

Malinovskaya, A., Wessel, D. Did Negative Rates in Europe Trigger Massive Cash Hoarding?” Brookings Institution (blog), June 17, 2016;

Messori, M. *The financial crisis: understanding it to overcome it*. Assogestioni;

Milano Finanza, Commissione Ue: poteri all'Eba per supervisione antiriciclaggio, 12/09/2018.

Nieder, D. 2013. “*10 Years of Low Interest Rate Environment—Experiences from the Japanese Life Insurance Market*.” *GenRe Insurance*. Issues Series, April 2013.

Nicotra, I. Il governo Monti (Napolitano). *L'Unione Europea e i mercati finanziari spingono l'Italia verso un semipresidenzialismo mite*, Federalismi.it, n. 24, 2011;

PWC, Top Trendes. *Calendar provisioning: quali sfide da affrontare? I principali impatti economici, di business e organizzativi*. 26/4/2019;

PWC, Top Trendes. *Piccole FinTech crescono Con «intelligenza»*. Osservatorio FinTech Italia, 2019 (seconda edizione).

Pisani-Ferry, Jean, and Guntram Wolff. 2012. “Is LTRO QE in disguise? Vox Center for Economic Policy Research. VoxEU. (May 3). <https://ypfs.som.yale.edu/library/ltro-qe-disguise>;

Presentation by ECB vice president describing the ECB’s response to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/1960>;

Presentation by ECB vice president describing the package of policies it used to respond to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19602>;

Press conference questions for Christine Lagarde following the announcement that the PEPP's size would grow. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19595>;

Quotidiano.net. (2023). La Bce lascia i tassi invariati e annuncia il taglio dello stock dei titoli pubblici nel 2024.

The Telegraph: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9428894/Debt-crisis-Mario-Draghi-pledgesto-do-whatever-it-takes-to-save-euro.html>;

The Wall Street Journal: <http://blogs.wsj.com/economics/2012/07/26/key-excerpts-mario-draghi-says-ecbready-to-do-whatever-it-takes/> Reuters: <http://www.reuters.com/article/us-eurozone-ecb-draghi-idUSBRE86P0HM20120726> CNN: <http://money.cnn.com/2012/07/26/investing/draghi-ecb/>;

The Huffington Post: http://www.huffingtonpost.com/2012/07/26/mario-draghi-ecb-euro_n_1704847.html Spiegel: <http://www.spiegel.de/international/europe/markets-surge-after-ecb-president-mario-draghi-vowsto-protect-euro-a-846629.html> BBC: <http://www.bbc.com/news/business-18998083>

The Guardian: <https://www.theguardian.com/business/2012/jul/26/euro-irreversible-mario-draghi-ecb>

Re-visiting the ECB's 3-year Long Term Refinancing Operations.” Sia Partners. December 7, 2012. <https://ypfs.som.yale.edu/library/re-visiting-ecbs-3-year-long-term-refinancing-operations>.

Rooney, Ben, and Chris Isadore. “out €529.5 billion to European banks.” (CNN Money – 02/29/2012) – This CNN Money article contains commentary on the performance of the second set of 3-year LTROs by the ECB. The commentary is largely positive.

<https://ypfs.som.yale.edu/library/ecb-loans-out-eu5295-billion-european-banks>.

(Schnabel 2021) Schnabel, Isabel. February 18, 2021. “The ECB’s Policy Response to the COVID-19 Pandemic.” Slides presented at the Booth School of Business, University of Chicago, February 18.

Presentation by ECB vice president describing the package of policies it used to respond to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19602>.

Schnabel, Isabel. February 18, 2021. “The ECB’s Policy Response to the COVID-19 Pandemic.” Slides presented at the Booth School of Business, University of Chicago, February 18. Presentation by ECB vice president describing the package of policies it used to respond to COVID-19. <https://ypfs.som.yale.edu/node/19602>;

Smith, Ariel. October 8, 2020. “The European Central Bank’s Covered Bond Purchase Programs I and II.” *Journal of Financial Crises, Market Liquidity* 2 (3): 382–404. YPFS case study reviewing the ECB’s CBPP1 and CBPP2. <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/vol2/iss3/16>

Runkel, Corey N. 2022. “Greece Emergency Liquidity Assistance.” *Journal of Financial Crises* 4, No. 2. YPFS case study reviewing the Bank of Greece’s (and the ECB’s) Emergency Liquidity Assistance. <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/>.

Runkel 2022b) Runkel, Corey N. 2022. “Term Auction Facility.” *Journal of Financial Crises*, 4 No. 2. YPFS case study reviewing the Federal Reserve’s Term Auction Facility during the Global Financial Crisis. <https://elischolar.library.yale.edu/journal-of-financial-crises/>;

Relação entre a política de altas taxas de juro do BCE no período 2022-2023 e o comportamento da poupança em Portugal. Margarida Carvalho Chané. Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública. Boletim mensal. Disponível em:

<https://www.igcp.pt/pt/menu-lateral/publicacoes/boletim-mensal/>, 08/09/2023.

Shaan Raithatha - Senior Investment Strategist di Vanguard. Lagarde, C. (2023). Bce: Lagarde pronta a taglio tassi. Ecco la data indicata. Recuperato da www.finanzaonline.com;

Tassi BCE, le basi per un taglio a giugno 2024 di Redazione Lapenna del Web.