

# Il comportamento delle Banche Centrali nella crisi economica globale.

---

*Analisi di politiche e strumenti non convenzionali.*

**Facoltà di Economia**

**Dipartimento di Impresa e Management**

**Cattedra di Macroeconomia**

**RELATORE**

**Prof. Giorgio Di Giorgio**

**CANDIDATO**

**Angelo Gerardo Saponara**

**Matr. 158191**

**Anno Accademico 2011/2012**

*“A voi che non ci siete più, ma che vivrete per sempre nei miei ricordi”*

## Sommario

### Introduzione

#### La Banca Centrale Europea

Principi Generali .....5

Assetto Operativo ..... 10

#### La Crisi Economica e la Risposta della Banca Centrale

La Crisi Economica del 2007: Analisi delle principali cause ..... 15

La Crisi Investe L'Europa.....19

Il Covered Bond Purchase Programme.....22

Securities Markets Programme.....30

Covered Bond Purchase Programme 2.....33

#### Strumenti di Policy non Convenzionali

Il Percorso delle Banche Centrali.....34

Strumenti di Stabilità Finanziaria.....35

Strumenti di Stabilità Macroeconomica.....40

Politiche non Convenzionali e Best Practices.....42

## **Introduzione**

L'inizio di questa dissertazione credo debba essere ricercato nel giorno 7 dicembre 2011, infatti quel giorno il Prof. Di Giorgio invitò la classe del corso di Economia Monetaria e Creditizia a prendere parte alla XX International Tor Vergata Conference on Money, Banking and Finance. Insieme ad alcuni colleghi ci dirigemmo alla conferenza che si rivelò molto interessante. Non avrei mai immaginato che, quel giorno, avrei trovato durante la conferenza un argomento che mi stimolasse a tal punto da svilupparci l'esame di laurea triennale. Il distinto signore che si alzò a metà conferenza dal posto a sedere esattamente davanti al mio e che prese posto dietro la cattedra dove si avvicendavano i vari convenuti per esporre i loro argomenti, era il Prof. Ignazio Angeloni, direttore per i rapporti finanziari internazionali al Ministero dell'Economia e delle Finanze, e Vice Direttore Generale della Ricerca presso la BCE. Egli espose la sua trattazione "*The Boundaries of Central Bank*" incentrata sulle dinamiche di sviluppo che le Banche Centrali stavano seguendo, e come si stavano evolvendo nel tempo.

La mia tesi di laurea si sviluppa da quella esposizione, infatti il primo capitolo è incentrato sul funzionamento della Banca Centrale Europea in ambito generale, lo scopo è quello di illustrare al lettore come opera una banca centrale in condizioni ordinarie e prima che si utilizzassero gli strumenti non convenzionali. Il secondo capitolo è invece incentrato sui cambiamenti che la crisi economica sviluppatasi nel 2008 ha portato al sistema finanziario e alle operazioni della Banca Centrale, focalizzando l'attenzione e l'analisi sulle misure adottate (CBPP, SMP, CBPP2).

Il terzo capitolo analizza gli strumenti non convenzionali distaccandosi dall'ambito particolare ma operando su di un piano più teorico, terminando con la discussione di alcune pratiche che dovrebbero essere adottate quando si decide di inserire gli strumenti non convenzionali nel *framework* operativo di una banca centrale.

# La Banca Centrale Europea

- **Principi generali**

L'art. 127 del "Trattato sul funzionamento dell'Unione europea" assegna esplicitamente alla Banca Centrale Europea (di seguito BCE) il compito di mantenere la stabilità dei prezzi. Da intendersi in questo caso, il mantenimento della variazione dell'Indice Armonizzato dei Prezzi a Consumo (IAPC), calcolato dall'Eurostat su un paniere di consumo medio di 700 beni e servizi, intorno ad un tasso del 2% annuo nel medio termine. Subordinatamente a questo compito principale poi la BCE può adoperare misure per contribuire a sostenere le politiche di sviluppo comuni. Questo tipo d'impostazione, che comprende quindi un obiettivo principale e successivamente al suo conseguimento la possibilità di indirizzarsi verso obiettivi secondari, deriva dall'assetto storico degli anni '80, anni in cui l'aumento dell'inflazione era costantemente sopra i livelli sostenibili e i paesi industrializzati erano costantemente gravati dallo spreco di ingenti risorse nel tentativo di allentare la morsa crescente dei prezzi.

I motivi per cui la stabilità dei prezzi è ritenuta elemento fondamentale della politica economica dell'eurozona non sono pochi: grazie ad essa si può conseguire una migliore allocazione delle risorse sul mercato, infatti in questo modo le scelte di acquisto degli individui non subiscono l'effetto distorsivo dell'inflazione ma sono guidate soprattutto dal confronto di prezzi relativi. Il prezzo relativo di un prodotto potrebbe diminuire, ma tale diminuzione di prezzo, che normalmente dovrebbe configurarsi in un aumento della quantità acquistata di tale prodotto, potrebbe essere in realtà coperta da un'eccessiva inflazione generando confusione nell'interpretazione dell'andamento dei prezzi. Attese stabili sui livelli d'inflazione influiscono anche sull'allocazione delle risorse sul mercato dei capitali, infatti, l'incertezza sul livello futuro dei prezzi aumenta il premio per il rischio richiesto sui tassi nominali a lungo termine, minando in questo modo l'efficienza allocativa su tali mercati. Ipotizzando che il tasso

d'interesse nominale ( $i$ ) sia dato dalla somma del tasso d'interesse reale ( $r$ ) più le attese sull'inflazione ( $\pi^e$ ) secondo l'equazione di Fisher:  $i = r + \pi^e$ , allora risulta chiaro che il tasso nominale aumenta anche in funzione dell'inflazione attesa. Tassi alti dovuti quindi al premio richiesto per l'inflazione rappresenterebbero un ostacolo agli investimenti da parte delle imprese e non gioverebbero al funzionamento dell'intero sistema economico, infatti, tassi alti hanno effetto anche sulla domanda di moneta, riducendone la richiesta perché aumenta il costo opportunità di detenere denaro "liquido" rispetto a investimenti alternativi, viene generato un effetto di costi "*shoe-leather*"<sup>1</sup> dovuti all'aumento dei costi di transazione (Ad esempio per i maggiori costi di prelievo, da cui il termine *shoe-leather* che appunto in senso figurato rappresenta il maggior consumo delle suole delle scarpe per le più frequenti visite in banca). Se s'ipotizza un contesto di alta inflazione è plausibile pensare che i singoli soggetti nel tentativo di coprirsi dal rischio tendano ad agganciare il prezzo dei titoli all'andamento dei prezzi ed inoltre sono incentivati alla detenzione di beni reali che non perdono il loro valore rispetto invece alla moneta, che in tale situazione potrebbe arrivare a perdere la sua consueta funzione di "riserva di valore"<sup>2</sup>. In esperienze passate (1922 Germania, 1985 Bolivia, 1989 Argentina, 1990 Perù, 1993 Brasile, 1993 Ucraina) una situazione di questo tipo ha condotto a rivendicazioni per l'indicizzazione dei salari, che, di fatto, hanno portato a un aumento dei costi, per le imprese le quali erano infine costrette a rivedere a rialzo i prezzi, generando una spirale salari-prezzi con ovvi effetti su produzione, occupazione e competitività. Effetti distorsivi si possono rilevare anche sul sistema contributivo con il fenomeno denominato "*Fiscal Drag*", qualora le aliquote delle imposte non siano indicizzate al tasso d'inflazione e in presenza di un sistema con aliquote progressive ad esempio a scaglioni, infatti l'aumento dei redditi nominali potrebbe far rientrare il reddito nello scaglione successivo e assoggettarlo così a un maggiore prelievo fiscale, senza che vi sia stato in realtà

---

<sup>1</sup> Michael R. Pakko - Looking at Shoe Leather Costs of Inflation

<sup>2</sup> John Maynard Keynes - "Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta"

un aumento del reddito reale. Spesso si dice che l'inflazione sia una tassa iniqua, proprio perché essa colpisce in misura maggiore le classi meno abbienti della popolazione le quali sono sfavorite dagli effetti redistributivi che episodi inflattivi o deflattivi arrecano. In caso di non moderata inflazione i risparmiatori si vedrebbero restituire somme in valore reale inferiore rispetto a quelle attese al momento del prestito viceversa in caso di deflazione i debitori potrebbero trovarsi nell'impossibilità di far fronte al proprio debito che è diventato più oneroso in termini reali. Infine bisogna considerare che l'inflazione possa minare la stabilità finanziaria, se ad esempio si pensa all'effetto negativo sul valore delle attività nei bilanci, e quindi conseguentemente ai problemi d'insolvenza e solvibilità che tal effetto distorsivo comporta.

Il 13 ottobre 1998 la BCE aveva annunciato gli elementi principali della strategia che avrebbe adottato nel perseguire i suoi obiettivi, in particolare la definizione quantitativa di stabilità e contemporaneamente due pilastri per la valutazione dei rischi: analisi economica e analisi monetaria. Con un altro comunicato<sup>3</sup>, circa quattro anni dopo, l'8 maggio 2003 il Consiglio Direttivo ha voluto confermare e convalidare i risultati ottenuti con la strategia adottata fin d'allora, ovviamente, molto orientata a quella passata, e in parte precisare la linea d'azione da seguire. In tale sede quindi si è riconfermato l'aumento dello IAPC inferiore al 2%, con il duplice scopo di fissare un limite superiore maggiore di zero per scongiurare aspettative di deflazione ed eventuali errori di sovrastima dello IAPC<sup>4</sup>. Si è però puntualizzato che tale banda di oscillazione è da tenersi in considerazione nel medio periodo, perché si è tenuto conto del fatto che esistono ritardi nella trasmissione degli impulsi della politica monetaria volti a correggere i fenomeni inflattivi e deflattivi e anche perché sono state considerate le aspettative a medio/lungo termine, che influenzate dal mantenimento del limite superiore del 2% si pongono sotto di esso, anche se l'inflazione effettiva misurata

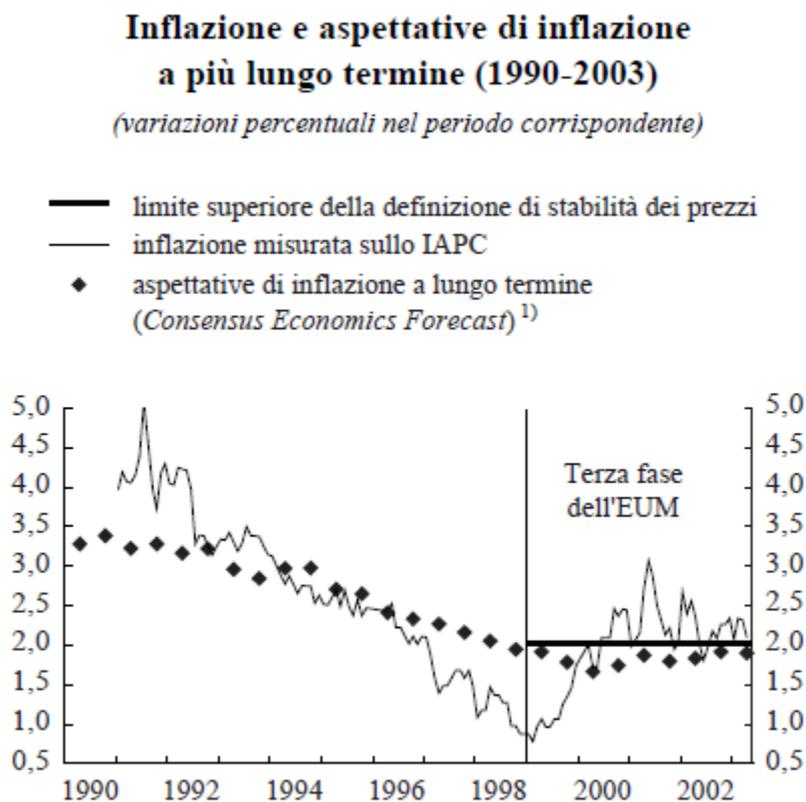
---

<sup>3</sup> [http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508\\_2.it.html](http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030508_2.it.html)

<sup>4</sup> Per maggiori informazioni su questo argomento si veda "Toward A More Accurate Measure Of Cost Of Living – The Boskin Commission Report" <http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>

sullo IAPC è, per il periodo che va dal 2000 al 2003, leggermente più alta (come evidenziato nel grafico 1).

Grafico 1



Fonti: Eurostat, Consensus Economics Forecast e Survey of Professional Forecasters Della BCE

Nell'ambito dei "due pilastri" il suddetto comunicato confermava il loro utilizzo e in più specificava come poi le informazioni rilevanti fornite dalle due analisi venivano incrociate per dare un respiro unico all'analisi dei rischi di stabilità. È stato però modificato il modo con cui le analisi venivano comunicate nella dichiarazione introduttiva del Presidente contenuta nel bollettino mensile: prima l'analisi economica, poi l'analisi monetaria e infine la verifica incrociata. L'utilizzo di quest'approccio a due livelli è giustificato dalla scomposizione degli effetti che le dinamiche di domanda e offerta hanno sui prezzi in un'ottica a breve termine e che invece le dinamiche monetarie influenzano più a lungo termine. L'analisi Economica quindi s'incentra sul breve/medio periodo,

guardando all'andamento complessivo del prodotto, alla domanda aggregata, il mercato del lavoro, al tasso di cambio e agli effetti sulla bilancia dei pagamenti. Dopo i primi anni di attività e con il conseguente arricchimento dell'esperienza quando sono stati compiuti notevoli passi avanti nella raccolta ed elaborazione dei dati, soprattutto in ambito finanziario, e sono stati creati modelli per meglio comprendere le dinamiche passate ed effettuare proiezioni sugli andamenti futuri, si è resa possibile la valutazione della ricchezza delle famiglie e delle situazioni finanziarie determinanti per le scelte di spesa. Questo tipo di analisi quindi si rende utile perché sono evidenziati i disturbi che minano alla stabilità del sistema e viene messa in evidenza la loro origine e possibile andamento, in modo che possono essere prese misure che, basandosi sulle dinamiche previste, sono indirizzate a conseguire l'obiettivo di mantenere l'inflazione intorno ai livelli stabiliti dall'obiettivo principale. Ovviamente effettuare previsioni precise non è possibile, a causa della natura stessa dei modelli e per l'incertezza delle informazioni, rendendo veramente complesso il processo di creazione di una politica economica adeguata per tutti i possibili andamenti, per questo nell'atto di effettuare manovre economiche si tiene conto dei risultati di più modelli che contemplano diversi andamenti e condizioni del sistema, e le operazioni correttive sono effettuate prospettivamente per anticipare le possibili deviazioni anche in orizzonti più ampi. L'analisi Monetaria invece si basa sull'importanza attribuita alla correlazione tra crescita della moneta e crescita dell'inflazione nel lungo periodo<sup>5</sup>, gli studi effettuati negli anni prima del comunicato del 2003 sia della BCE sia esterni<sup>6</sup> confermano che guardare alla situazione della liquidità aiuta a prendere decisioni, anche in un orizzonte esteso, che non sono così guidate soltanto dall'intento di calmare distorsioni temporanee. Per compiere valutazioni sulla moneta è stato utilizzato l'aggregato M3 (Banconote e monete circolanti, Depositi a vista in c/c, Depositi con scadenza prestabilita inferiore a

---

<sup>5</sup> Per ulteriori informazioni si veda Irving Fisher (1867 – 1974) "Il potere d'acquisto della moneta" (1991)

<sup>6</sup> <http://www.ecb.int/pub/strategy/strategy.htm>

due anni, Depositi rimborsabili con preavviso inferiore a tre mesi, Pronti contro termine con la clientela, Obbligazioni con scadenza inferiore ai due anni, Quote e partecipazioni in fondi d'investimento sul mercato monetario) perché in primis le sue componenti più liquide (M1, composto dal circolante e i depositi a vista) sono espressione del livello di transazioni e poi perché le altre componenti di M3 possono essere un indice del livello di riallocazione dei portafogli che influenzano l'andamento dei prezzi. Tale aggregato viene utilizzato solo come un valore di riferimento che non si lega direttamente alle decisioni politiche, tanto che dal 2003 tale valore non è più rivisto annualmente, coerentemente con una visione di medio termine saranno effettuate comunicazioni solo nel momento in cui verranno compiute revisioni al valore del riferimento, proprio perché con il modus operandi precedente si forniva l'erronea percezione che il valore di M3 fosse un vero e proprio obiettivo. Terminate le due analisi viene portata a termine un'ulteriore analisi incrociata dei dati che ha lo scopo di assicurare che i provvedimenti presi non siano orientati troppo a correggere squilibri momentanei e la regolazione non sia troppo puntuale ma si mantenga un orientamento di breve periodo, in questo modo si ha un utilizzo più dinamico delle informazioni a disposizione che non sono confinate in compartimenti stagni, ma contribuiscono complessivamente nella loro interezza alla valutazione.

- **Assetto Operativo**

La BCE si serve di tre strumenti per raggiungere il suo obiettivo principale di stabilità dei prezzi, e questi strumenti sono le operazioni di mercato aperto, le operazioni che invece possono essere attivate su iniziativa delle sue controparti, e la riserva imposta agli enti creditizi.

Le **operazioni di mercato aperto** servono principalmente a controllare i tassi d'interesse all'interno dell'Eurosistema, a determinare le condizioni di liquidità e comunicare informazioni sull'orientamento della politica monetaria.

Esse si dividono in: *operazioni di rifinanziamento principali*, le quali hanno cadenza settimanale e *duration* anche settimanale, e sono lo strumento principale con cui opera la BCE. *Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*, che invece hanno cadenza mensile e *duration* di tre mesi, e il cui scopo è di rifinanziare il sistema a lungo termine ma senza influenzare l'assetto dei tassi d'interesse. *Operazioni di regolazione puntuale (fine tuning)* sono invece operazioni che non hanno una cadenza certa, proprio perché il loro utilizzo serve a correggere fluttuazioni dei tassi d'interesse causate da oscillazioni non previste della liquidità sul mercato. Normalmente sono compiute dalle Banche Centrali Nazionali (di seguito BCN) mediante aste veloci oppure negoziazioni bilaterali. Infine la BCE può effettuare *operazioni strutturali* per modificare la posizione dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario, anche queste operazioni sono effettuate dalle BCN, con la differenza che se le operazioni sono di tipo definitivo, anziché temporanee o mediante certificati di debito, vengono concluse con procedure bilaterali invece che con aste standard.

Di solito lo strumento con cui sono effettuate queste operazioni sono dei pronti contro termine, i quali possono essere usati per tutti i tipi di operazione, invece i certificati di debito vengono usati per le operazioni di tipo strutturale, le quali possono essere messe in pratica anche attraverso acquisti o vendite definitivi. Per le operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) invece si utilizzano gli swap in valuta e la raccolta di depositi a scadenza.

*Tavola 1*

Operazioni di politica monetaria	Tipologie di transazioni		Scadenza	Frequenza	Procedura
	Immissione di liquidità	Assorbimento di liquidità			
<i>Operazioni di mercato aperto</i>					
Operazioni di rifinanziamento principale	Operazioni temporanee	-	Una settimana	Settimanale	Aste Standard
Operazioni di rifinanziamento	Operazioni temporanee	-	Tre mesi	Mensile	Aste Standard
Operazioni di Fine Tuning	Operazioni temporanee Operazioni di swap in valuta	Operazioni temporanee Raccolta di depositi a tempo determinato	Non standardizzata	Non regolare	Aste veloci Procedure bilaterali

		Operazioni di swap in valuta			
Operazioni di tipo strutturale	Operazioni temporanee	Emissione di certificati di debito della BCE	Standardizzata/ non standardizzata	Regolare e non regolare	Aste Standard
	Acquisti definitivi	Vendite definitive	-	Non regolare	Procedure Bilaterali
<i>Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti</i>					
Operazioni di rifinanziamento marginale	Operazioni temporanee		-	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti
Operazioni di deposito presso la Banca Centrale	-		Depositi	Overnight	Accesso a discrezione delle controparti

Fonte: Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L 331/10

Le **Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti**, sono finalizzate a gestire la liquidità *overnight* e a controllare i tassi sullo stesso mercato, esse possono essere richieste dalle controparti che soddisfano determinate condizioni richieste per l'accesso ai due tipi di *standing facility*. Grazie a questo strumento la BCE ha creato il "corridoio" all'interno del quale si muove il tasso *overnight*, infatti le operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal standing facility*) forniscono liquidità alle controparti a un tasso che è stabilito dalla BCE e che normalmente è più alto di quello di mercato proprio perché deve avere l'effetto di scoraggiare gli intermediari nell'abusare di questo strumento che viene concesso, in condizioni normali, senza limiti quantitativi. Invece le operazioni di deposito (*deposit facility*) permettono alle banche di mantenere depositi *overnight* remunerati dalle BCE a un tasso inferiore a quello di mercato, anche in questo caso perché questo strumento è offerto senza limiti quantitativi. Con questo sistema quindi a nessun intermediario ammesso alle operazioni converrebbe prendere liquidità a tassi più alti o mantenere depositi a tassi più bassi di quelli offerti dalla banca centrale e quindi in questo modo il tasso di mercato deve necessariamente oscillare tra il tasso "*ceiling*" e il tasso "*floor*" amministrati dalle BCE (Tavola 2).

La **riserva obbligatoria** è stata creata, anch'essa per il controllo dei tassi d'interesse, funzione che è assicurata dal mantenimento della riserva solo in

termini di media giornaliera dei saldi nel periodo di mantenimento della stessa. Con la possibilità di mobilitare temporaneamente le somme senza alterare la media richiesta, le istituzioni con obbligo di riserva trovano conveniente utilizzare i fondi a riserva sul mercato al relativo tasso, quando si aspettano che il tasso presente è più alto del tasso che ci si attende nel restante periodo in cui è chiesto l'obbligo di mantenere la riserva, ricavandone così anche un guadagno. Nel restante periodo di tassi inferiori gli intermediari regolati tengono invece a riserva, che invece viene remunerata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali precedenti, una quantità di liquidità superiore a quella richiesta, ma che serve a raggiungere il livello di saldo giornaliero prefissato. Attraverso questo meccanismo nel periodo di riserva la BCE è capace di stabilizzare il tasso *overnight* senza effettuare interventi diretti perché la stabilizzazione del tasso è assicurata dai cambiamenti di domanda e offerta che creano le banche durante il periodo di mantenimento. La seconda funzione cui la riserva deve assolvere riguarda la necessità di avere liquidità a livello strutturale, crea fabbisogno, permettendo alla BCE di controllare i tassi offrendo fondi attraverso le operazioni d'immissione.

Tavola 2 – Corridoio dei tassi

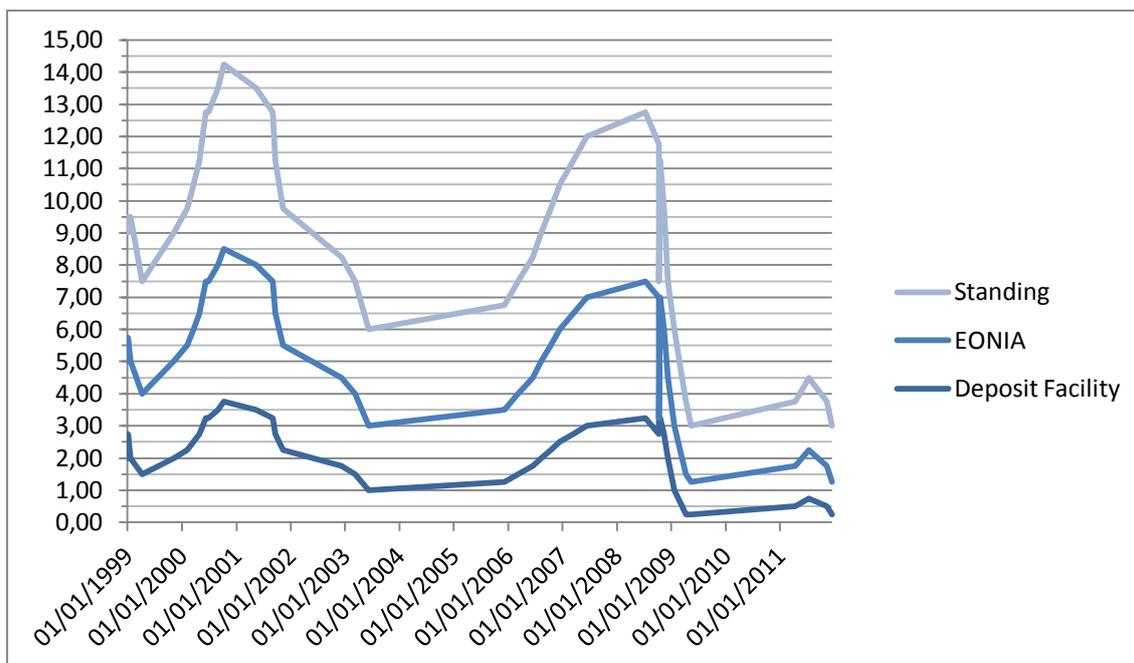


Grafico riprodotto in base a database: <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html>

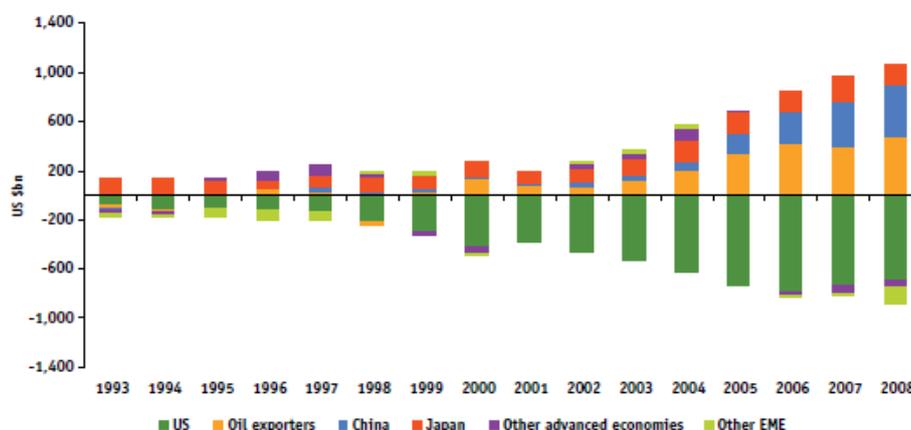
## La Crisi Economica e la Risposta della Banca Centrale

### • La Crisi Economica del 2007: analisi delle principali cause

La crisi finanziaria iniziata negli Stati Uniti nel 2007 ha avuto un punto di svolta con il fallimento di Lehman Brothers nell'ottobre del 2008. Da quel momento in poi la crisi ha assunto sempre più dimensioni internazionali, grazie alla miriade d'interconnessioni che esistono tra le economie del mondo, e proprio questo fattore l'ha resa una delle crisi più pesanti degli ultimi tempi.

Essa ha alcuni fattori in comune con le crisi precedenti: in quasi tutti i casi è possibile osservare una fase di politica economica accomodante che ha come effetto l'espansione del credito, prosegue anche dopo che iniziano gli squilibri sul mercato finanziario, quando il rischio di un contagio sistemico induce le autorità competenti a mantenere i tassi d'interesse ai minimi livelli, generando la possibilità di azzardo morale da parte delle istituzioni colpite dagli squilibri che riescono così a recuperare liquidità a basso costo. In particolare i dieci anni che hanno preceduto la crisi sono stati anni in cui si sono formati forti squilibri di bilancio, se si pensa che i paesi dell'est asiatico abbiano accumulato notevoli surplus di bilancio, rispetto ai paesi già sviluppati come gli Stati Uniti che invece hanno accumulato deficit (Tavola 1).

Tavola 1: Saldi dei conti correnti



Fonte: International Monetary Found, FSA Calculation

Quanto espresso in precedenza è osservabile dal livello dei tassi di risparmio in questi paesi, notevolmente maggiore rispetto al tasso degli investimenti interni. Le risorse accumulate quindi non sono state investite in azioni ma in attività a basso rischio, in particolare *bond* del tesoro (dal 1994 la percentuale di *US Treasury Bonds* detenuti dai paesi Asiatici è passata da circa il 20% del totale al 60%)<sup>7</sup>. L'effetto di questa crescente domanda di buoni del tesoro ha portato a tassi più bassi, che hanno contribuito a generare la forte espansione del credito descritta; altro fattore tipicamente osservabile è l'affermarsi di comportamenti irrazionali che gonfiano i prezzi delle azioni che di solito sono sintetizzati con il termine "euforia del mercato", causati in parte dalla liquidità immessa nella fase di "*credit expansion*"; inoltre di solito alla crisi segue lo scoppio della "bolla speculativa" sui prezzi che inizia con la caduta degli stessi e della conseguente perdita di valore delle attività, infatti, molto spesso le banche hanno concesso prestiti a chi ha acquistato queste attività, e quando i prezzi si trovano in caduta, il valore di queste attività diminuisce, così le banche si trovano nella posizione di dover far rientrare i loro prestiti.

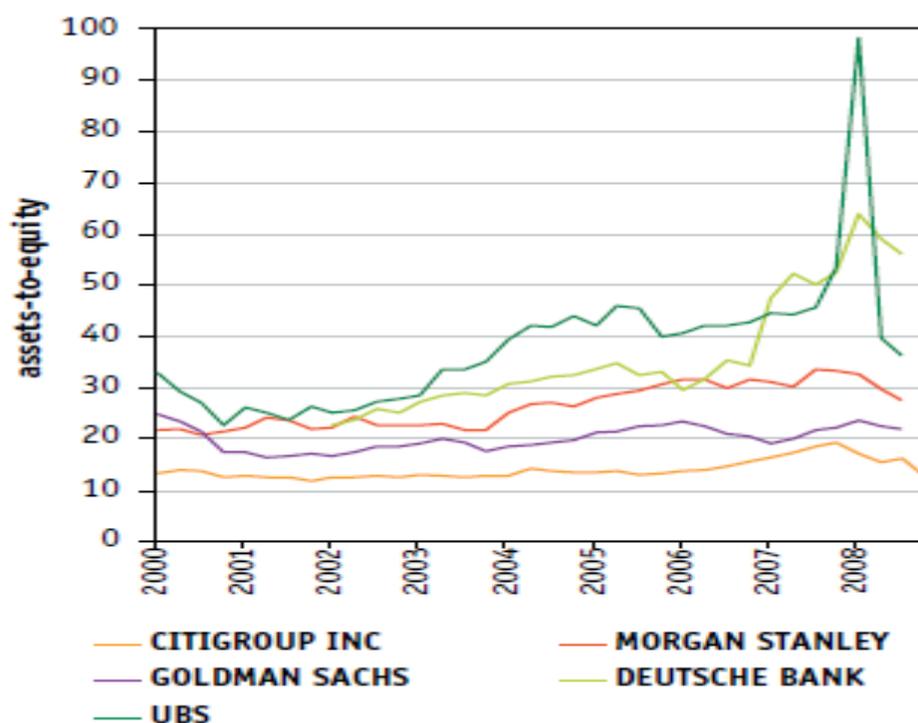
Alcuni fattori invece hanno reso unica la corrente crisi finanziaria: ad esempio le agenzie di rating hanno sottovalutato le possibili perdite derivanti dai mutui *subprime* (concessi cioè a soggetti non *prime*, non affidabili e con alta percentuale di non restituzione del prestito), le cause di questa errata valutazione possono essere ricercate nell'eccessivo peso che gli accordi di Basilea danno ai responsi delle agenzie e che quindi le portano a essere disincentivate a fornirne valutazioni che potrebbero minare i propri interessi, essendo queste agenzie private. Inoltre durante il periodo 2001-2004 quando si sono manifestate le prime perdite, derivanti da questo particolare tipo di mutuo, queste non sono state di grave entità, di conseguenza questo fattore è stato la base di partenza per la valutazione del rischio delle stesse attività; non di meno ha influito il sistema di regolazione, concentrato troppo sulle banche, ha favorito il proliferare di società di capitale e fondi, e che, ha omesso di regolare le attività fuori-bilancio delle

---

<sup>7</sup> Fonte: International Monetary Found

banche commerciali, spingendole ad aumentare il *leverage* (cioè la copertura di *assets* detenuti nelle attività di bilancio attraverso una maggior quantità di capitale di credito rispetto all'emissione di nuovo capitale di rischio, con l'ovvia motivazione che il capitale fornito dagli azionisti deve essere remunerato a un tasso d'interesse più alto) e inoltre queste attività non richiedevano eccessive riserve di capitale.

Tavola 2: Leverage degli istituti bancari d'investimento

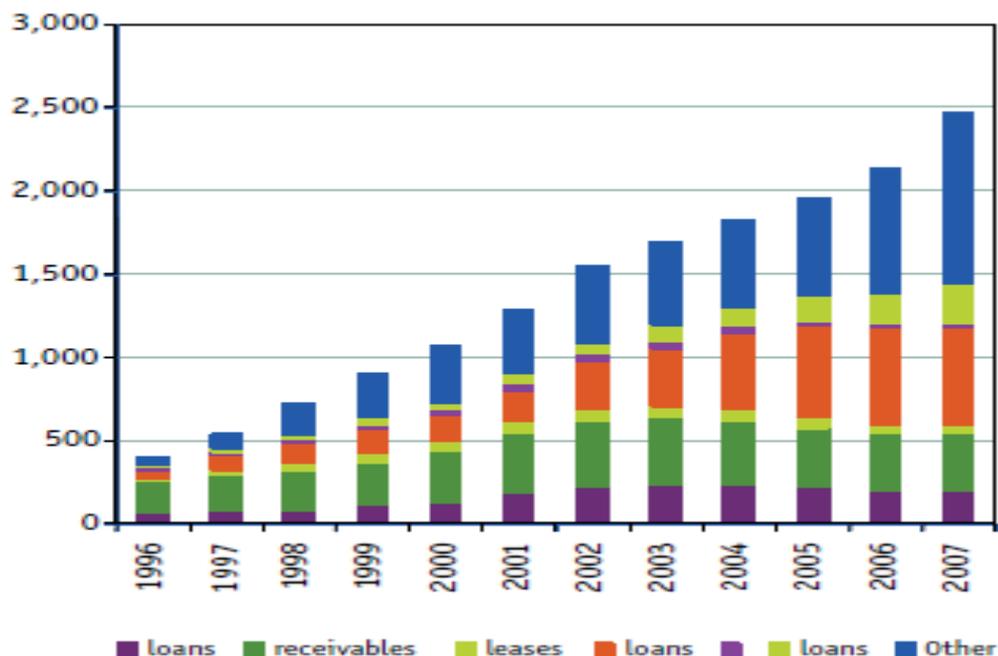


Fonte: Bloomberg

Le attività fuori bilancio sono proliferate, anche a causa della ricerca del rendimento causata dai bassi tassi delle attività prive di rischio circolanti sul mercato. Si è eccessivamente sviluppata l'innovazione finanziaria di strumenti cartolarizzati, cioè l'impacchettamento di attività, che sono poi venduti e rivenduti, ad alto rendimento e *leverage*. In realtà questi strumenti sono stati creati da molto tempo (intorno agli anni trenta) ma solo negli ultimi anni novanta hanno avuto un incremento nella domanda, e anche nella loro complessità, infatti per creare diverse scelte d'investimento su rendimenti e di conseguenza su

posizioni di rischio differenti, gli offerenti hanno iniziato a strutturare attività, “impacchettandole”, dividendole o creando possibilità di copertura sulle stesse.

Tavola 3: Volume degli ABS (Asset Backed Security) Stati Uniti



Fonte: Security Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

In queste nuove forme di operare è stato intravisto un cambiamento nel mondo bancario che avrebbe permesso la diversificazione del rischio, grazie al *risk shifting* e addirittura la riduzione del capitale di copertura necessario<sup>8</sup>. Tuttavia quando invece la crisi è esplosa, è emerso che in realtà queste attività erano contabilizzate nel bilancio delle banche ad alto *leverage* che le avevano emesse e non nei bilanci dei detentori finali.

Si è avuta una distorsione di quello che da manuale è uno dei compiti affidati agli intermediari finanziari, “raccolgere depositi a breve e investire a lungo termine”, si tratta del meccanismo di trasformazione delle scadenze. Le banche raccolgono depositi a breve e investono nelle imprese a lungo termine, in questo modo le imprese riescono a raccogliere fondi a lungo termine per le loro necessità. Negli ultimi dieci anni questo sistema che, ovviamente genera del

<sup>8</sup> Lowell Bryan – Breaking Up The Bank (1988)

rischio, ma è comunque necessario al sistema economico, è stato adottato anche da operatori non regolati generando un aumento della quantità delle operazioni di trasformazione, con le conseguenze già descritte.

- **La Crisi Economica Investe L'Europa**

Dal maggio del 2000 al dicembre 2001 la Federal Reserve riduce i tassi per undici volte portandoli da un valore del 6,5% all'1,75% contribuendo a favorire il processo di espansione del credito specificato nella sezione precedente, infatti, di conseguenza il tasso di concessione dei mutui aumenta notevolmente, solo quattordici mutui richiesti su cento sono rifiutati, quando la media dei mutui rifiutati nel 1997 era esattamente il doppio. Contestualmente ai maggiori istituti d'investimento sono richieste meno restrizioni sul capitale, essi sono così incentivati ad aumentare il proprio *leverage*.

Il primo rapporto della BCE in cui si segnalano degli squilibri finanziari è pubblicato l'8 dicembre 2005 a seguito del *financial stability review*, un bollettino pubblicato due volte l'anno e riguardante la stabilità dell'intero sistema finanziario in Europa, di solito sono specificati: la situazione sia a livello micro sia a livello aggregato delle parti del sistema finanziario, i rischi, che possono emergere in futuro e minare la stabilità, le sue fonti, e infine i possibili costi emergenti nel caso occorressero questi eventi. In tal data si attestò che il sistema finanziario era diventato più robusto rispetto al periodo precedente, grazie alla crescita del reddito globale, ai tassi minimi, e al fatto che la volatilità di molte classi di attività non era aumentata, inoltre c'era stato un generale miglioramento dei profitti bancari e dei bilanci delle società di assicurazione. Contemporaneamente fu evidenziato che gli squilibri finanziari continuavano ad aumentare, sia a livello dell'Eurozona sia a livello mondiale, tassi così bassi potevano mettere in crisi i bilanci delle banche nel lungo periodo, a causa della bassa redditività dei crediti, e inoltre era possibile, vista la "corsa al guadagno" che si era scatenata, una rivalutazione dei rischi di mercato. Molte banche potevano essere esposte a eventi imprevedibili, ma assorbirli almeno considerando il

medio termine, e inoltre le imprese, soprattutto medio - piccole, potevano essere gravate da un ulteriore aumento del costo del petrolio. In conclusione quindi sebbene la capacità di assorbire gli shock fosse in generale migliorata, la rischiosità era maggiore.

Nel 2006 avviene la prima caduta dei prezzi degli immobili e il fallimento di Merit Financial Inc. , segno che la bolla finanziaria sui mutui sub-prime sta per esplodere. Contemporaneamente in Europa, la BCE rileva, nel comunicato dell'11 dicembre 2006, che i rischi sul mercato sono notevolmente aumentati rispetto a quanto indicato nella precedente analisi finanziaria, esponendo le banche a nuovi rischi, e in più favorendo gli intermediari a coprirsi dai rischi al di fuori del mercato. Nonostante i modesti miglioramenti dei *trend* di crescita globali e un lieve deprezzamento del petrolio, considerati i rischi e in ogni caso, l'aumento degli squilibri finanziari, s'invoca una maggiore attenzione nel monitoraggio della situazione futura. In particolare è fatto noto che le banche in Europa, specialmente nei periodi recenti, hanno dovuto affrontare una discesa dei tassi che ha contribuito a erodere i margini di profitto, e in aggiunta una sempre più accanita concorrenza, entrambi fattori che hanno spinto questi istituti a rivedere a ribasso i loro *standards* per la concessione del credito, favorendo anche nell'Euro area le condizioni di espansione del credito e inoltre esponendo le banche stesse a notevoli rischi in caso di mancata restituzione del prestito. In generale la situazione non si è evoluta in modo favorevole, però la stabilità del sistema finanziario europeo non è minata eccessivamente, in larga parte perché un esteso numero d'intermediari rimane profittevole e inoltre si tiene conto della capacità che i sistemi hanno avuto nell'assorbire i disturbi nel periodo precedente, analizzando la situazione di famiglie e imprese, in altre parole coloro che principalmente agiscono con gli intermediari, si nota che questi attori, appunto, continuano a mantenere una situazione reddituale positiva, tuttavia ciò

che preoccupa il *Banking Supervision Committee*<sup>9</sup>, sono gli squilibri a medio - lungo termine.

Tra il 2007 e il 2008 gli squilibri sul mercato s'inaspriscono. Iniziano i fallimenti, New Century Financial, che è l'istituto con la maggior esposizione ai mutui sub-prime dichiara la bancarotta, a settembre si assiste al fallimento dell'UK Northern Rock in Inghilterra dovuto alla forte richiesta di restituzione dei depositi (Bank run, corsa agli sportelli). Nel corso dell'anno seguente numerosi istituti sono nazionalizzati o salvati, è il caso di Fortis, Whacovia, Hypo Real Estate, Bradford & Bingley, Dexia, tutti in Europa, e nel frattempo si verifica il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008.

Viste le condizioni turbolente del mercato, relative agli eventi che si sono verificati, la BCE decide di attivare operazioni di rifinanziamento a lungo termine con *maturity* a sei mesi e altre supplementari a quelle programmate, con *maturity* a tre mesi. Esse saranno effettuate con procedura a tasso variabile e per un ammontare fissato a cento miliardi di euro complessivamente. Però l'allora governatore Jean-Claude Trichet ribadisce che il compito principale della banca centrale è quello di mantenere i prezzi stabili, e infatti è annunciato un rialzamento dei tassi dello 0,25%, «La decisione è stata presa per prevenire effetti di "second-round" sui prezzi, perché restano rischi al rialzo per l'inflazione nel medio periodo».<sup>10</sup> In seguito questa mossa sarà giudicata sostanzialmente un errore strategico, in quanto un rischio reale sull'aumento dell'inflazione non si profilava, a differenza della tendenza a indebolirsi dell'economia.

Le pressioni si fanno sempre più consistenti e la BCE, considerando che le prospettive sul rialzo dell'inflazione sono in linea con l'obiettivo da conseguire, attiva una serie di azioni congiunte con altre banche: insieme alla Federal Reserve decide di aumentare l'offerta di dollari, l'ammontare degli scambi reciproci e temporanei di liquidità passa da 120 a 240 miliardi (*linea di swap*)<sup>11</sup>;

---

<sup>9</sup> Comitato composto da membri della BCE e membri delle BCN delle singole nazioni e che ha il compito di redigere il Financial Stability Review.

<sup>10</sup> Comunicato stampa 3 luglio 2008

<sup>11</sup> Comunicato stampa 28 settembre 2008

congiuntamente alla Banca Nazionale Svizzera, la Bank of Canada, Bank of England, la Federal Reserve, Sveriges Riksbank, riduce i tassi di cinquanta punti, portando il tasso principale al 3,75%; inoltre espande la tipologia di garanzie (*collaterals*) che le banche possono utilizzare per le operazioni con la banca centrale.

Dal 2008 a maggio 2009 si susseguono numerosi tagli sui tassi d'interesse che portano i tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale all'1,75%, i tassi sulle operazioni principali all'1%, con una differenza quindi con i livelli del 2008 di 325 *basis point* e infine i tassi sui depositi allo 0,25%, riducendo così anche il "corridoio dei tassi" a 150 *basis point*, quando nel dicembre 2008 era stato allargato a 200. Vengono anche introdotte nuove e più lunghe scadenze per le operazioni a più lungo termine (di seguito LTRO<sup>12</sup>), infatti a tasso fisso e senza limite di quantità sono condotte operazioni ad un anno, prolungando anche alla fine del 2010 il termine fino a quando la BCE accetterà garanzie diverse dai soliti *standard*.

Tabella 1: Le date delle nuove operazioni ad 1 anno.

Tipo di operazione	Data di Annuncio	Data di Assegnazione	Data di Liquidazione	Data di Scadenza	Durata
LTRO ad 1 anno	Martedì, 23 giugno 2009	Mercoledì, 24 Giugno 2009	Giovedì, 25 giugno 2009	Giovedì, 1 luglio 2010	12 mesi
LTRO ad 1 anno	Martedì, 29 settembre 2009	Mercoledì, 30 settembre 2009	Giovedì, 1 ottobre 2009	Giovedì, 30 settembre 2010	12 mesi
LTRO ad 1 anno	Martedì, 15 dicembre 2009	Mercoledì, 16 dicembre 2009	Giovedì, 17 dicembre 2009	Giovedì, 23 dicembre 2010	12 mesi

Fonte: Banca Centrale Europea

## • Il Covered Bond Purchase Programme

La BCE vara il *Covered Bond Purchase Programme* (di seguito CBPP) il programma per l'acquisto di obbligazioni garantite. In particolare s'impegna ad acquistare sessanta miliardi di obbligazioni sia sul mercato primario, cioè di nuova emissione, che sul mercato secondario. Tuttavia non tutte le obbligazioni possono entrare in questo programma di acquisto, infatti, sono richieste delle

<sup>12</sup> Long-Term Refinancing Operation

condizioni specifiche come: il rientrare già a far parte della tipologia di *collateral* ed essere tra le controparti già ammesse per le operazioni tradizionali, avere un valore quantitativo non minore di cento milioni, avere almeno una valutazione AA in *rating* o un valore equivalente, che deve però essere fornito da una delle maggiori agenzie (sono indicate Moody's Fitch oppure Dominion Bond Rating Services DBRS), le attività sottostanti devono includere l'esposizione a soggetti privati o pubblici.

Ufficialmente il CBPP ha quattro obiettivi principali: Promuovere la riduzione dei tassi a lungo termine; Facilitare le condizioni di finanziamento per gli intermediari creditizi e le imprese; incoraggiare gli intermediari a espandere le concessioni di credito ai loro clienti; incrementare la liquidità in segmenti importanti del mercato privato dei titoli di debito<sup>13</sup>. Trichet dice a proposito del CBPP <<aiuterà a risollevarlo il mercato in termini di liquidità, emissione, e *spread* [...] sarà implementato gradualmente, tenendo conto delle condizioni del mercato e della necessità della politica monetaria dell'Eurosistema>>.<sup>14</sup>

Quando il programma è stato completato il 30 giugno del 2010, tutto l'ammontare previsto era stato assegnato, con l'acquisto di 422 titoli obbligazionari differenti con una percentuale del 27% nel mercato primario e del 73% nel secondario e una *maturity* media di 4,12 anni<sup>15</sup>.

Tavola 4: Acquisti totali durante il CBPP



Fonte: Eurosystem

<sup>13</sup> Annuncio della BCE del 2 Luglio 2009 (ECB/2009/16)

<sup>14</sup> Jean-Claude Trichet, University of Munich 13 Luglio 2009

<sup>15</sup> I dati provengono da: Occasional Paper series NO 122/ January 2011

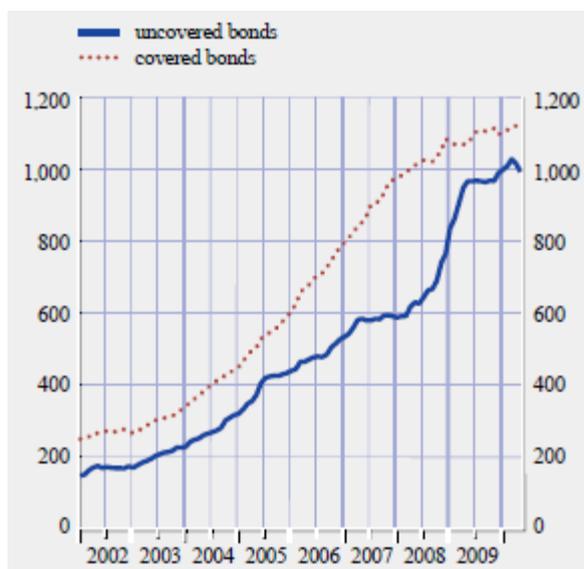
Il motivo per cui è utilizzato il mercato dei *covered bond* è che questo mercato è uno dei più importanti in Europa, perché ha una duplicità: le obbligazioni in questione non solo forniscono un rendimento ma possono anche essere utilizzate come garanzia di alta qualità, infatti non a caso il mercato ha raggiunto i 2,4 trilioni nel 2008, anche perché la crisi ha spostato le preferenze degli individui verso attività più sicure. Nell'ottica quindi della peggiorata fiducia che le banche hanno nel contrattare tra di loro nel mercato interbancario e del peggioramento della liquidità sul mercato secondario la BCE decide di avviare il programma, proprio per favorire la cessione di crediti ed evitare una crisi d'insolvenza bancaria a causa della scarsa liquidità, ancor più se si considera che in un sistema strutturato come l'Europa in cui le banche sono la principale fonte di finanziamento delle aziende, una situazione d'illiquidità e di mancata cessione del credito porterebbe a gravissime conseguenze sull'economia reale.

In realtà programmi simili sono stati messi in atto anche da altre banche centrali: la Federal Reserve, nel 2008 con l'acquisto di debito delle agenzie immobiliari e per un ammontare di seicento miliardi di dollari, e nel 2009 acquistando titoli di stato a lungo termine, aumentando gli acquisti fino a 1,75 trilioni. La Bank Of England con il *Quantitative Easing* ha acquistato attività, in gran parte buoni del tesoro, per un valore che è aumentato nel tempo fino a duecento miliardi. La Bank of Japan invece di programmi simili ne ha promossi due, di cui l'ultimo con le stesse finalità del CBPP, ma con importo molto maggiore (un trilione di yen) e rivolto soprattutto all'acquisto di obbligazioni d'impresa.

Come detto in precedenza, il mercato delle obbligazioni è cresciuto in modo costante negli anni, normalmente sia le obbligazioni garantite sia quelle non garantite hanno avuto un andamento tendenziale pressoché simile con un divario positivo di cento miliardi per obbligazioni garantite. Quando invece sono iniziate le turbolenze sul mercato, gli operatori hanno preferito spostarsi su *assets* più sicuri, e di conseguenza è diminuito l'acquisto di obbligazioni non garantite, infatti lo scostamento tra i livelli medi di acquisto tra i due tipi di *bond* è

aumentato fino a trecento miliardi. Poi agli inizi del 2009 la tendenza si è invertita, tanto che l'andamento delle obbligazioni garantite arriva a uno stallo, mentre quello delle obbligazioni non garantite ha un forte incremento, e porta il divario tra i due andamenti a restringersi a trenta miliardi.

Tavola 5: Ammontare totale di obbligazioni



Fonte: Eligible assets database

Dopo l'avvio del CBPP (2009) le obbligazioni garantite hanno un nuovo picco, mentre quelle non garantite diventano stazionarie, e il divario tra le due torna a crescere fino a sessanta miliardi. Per vedere se effettivamente questo effetto è dovuto al programma, è stato sviluppato uno studio comparando le obbligazioni aziendali con quelle bancarie, perché sembra che queste abbiano un *trend* simile (anche rispetto a obbligazioni dello stesso tipo ma sul mercato americano, proprio per fattori strutturali, o anche rispetto a obbligazioni statali che invece sembrerebbero avere un andamento inverso). Si nota che prima dell'avvio del programma i due tipi di obbligazione avevano un andamento in comune, mentre dopo, l'andamento delle obbligazioni bancarie rallenta a differenza di quello delle obbligazioni *corporate* che non modifica il suo percorso. Questo quindi sembra suggerire che dopo il CBPP ci sia stato effettivamente un effetto positivo in media sul totale delle obbligazioni bancarie

garantite, ma anche un effetto sostituzione tra obbligazioni bancarie non garantite e garantite.

Tavola 6: Ammontare totale di obbligazioni bancarie e aziendali

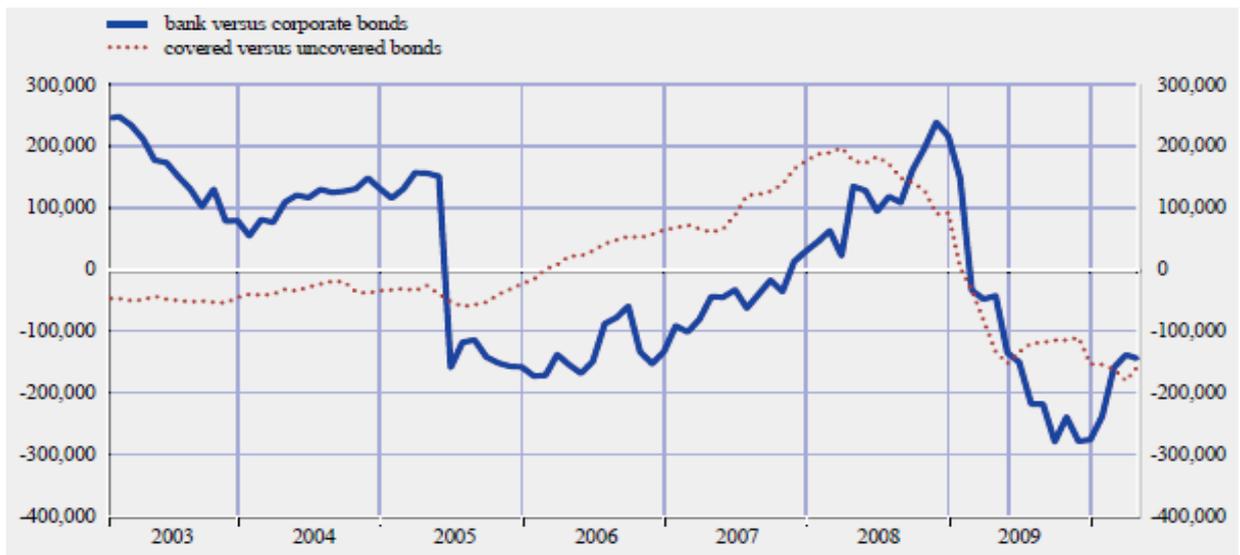


Fonte: Eligible assets database

Se invece è utilizzato un altro grafico nel quale è evidenziato l'equilibrio di lungo termine (la linea orizzontale in corrispondenza dello 0), confrontando le tendenze di obbligazioni bancarie su aziendali su una curva (blu), e di obbligazioni garantite su non garantite attraverso un'altra curva (rossa a tratti), si vede che la seconda curva si muove sempre in un intorno vicino all'equilibrio tranne che per i disturbi incorsi nel 2008 quando il divario tra i due tipi di debito si è allargato a trecento miliardi. Poi con l'avvio del programma di acquisto la linea torna vicino ai livelli di equilibrio. È necessario poi rilevare se l'effetto del programma è stato positivo solo per le obbligazioni garantite a discapito di quelle non garantite oppure se ha avuto un effetto positivo in generale. È possibile notare ciò dalla curva blu: poiché il programma non ha avuto effetti rilevanti sui *corporate bonds* (Nella Tavola 6 la linea che rappresenta questi, non devia dalla tua tendenza), allora è plausibile ritenere che i movimenti della curva blu nella tavola 7, rappresentando questa l'andamento delle obbligazioni aziendali contro quelle bancarie, dopo l'inizio del CBPP siano dovuti esclusivamente a

cambiamenti portati dalle obbligazioni bancarie. In particolare non c'è stato un movimento repentino della curva quando è iniziato il programma, quindi non c'è stato un effetto sull'intero ammontare delle obbligazioni bancarie, ma il successivo innalzamento è imputabile alle banche che hanno sostituito l'emissione di obbligazioni non garantite con quelle garantite.

Tavola 7: Co-integrazione di lungo termine

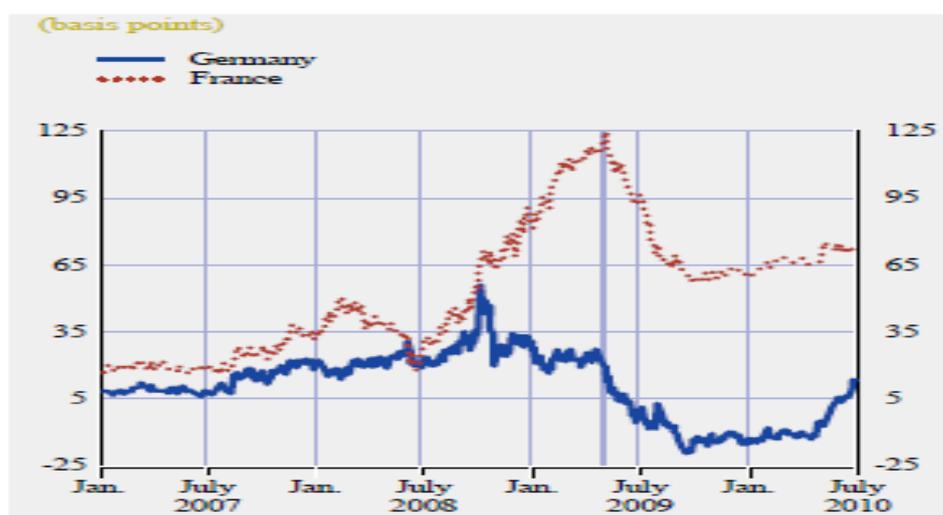


Fonte: The Impact of The Eurosystem's Covered Bonds Purchase Programme on The Primary and Secondary Markets

L'effetto dell'annuncio dell'avvio del programma ha fatto diminuire i rendimenti delle obbligazioni, operando attraverso il canale delle "aspettative", segnalando al mercato la volontà della BCE di risanare la situazione del sistema. In tutti i paesi che fanno parte del SEBC è possibile notare una tendenza in diminuzione degli *spreads*, il giorno dell'annuncio ad esempio in Germania è calato di 7 punti base, diminuendo poi in seguito in media di circa tre punti base al giorno. Lo stesso andamento però non si riscontra invece in paesi facenti parte dell'Europa ma non beneficiari del programma, se si analizza la situazione della Gran Bretagna, nello stesso periodo non si è avuta una diminuzione contestuale, segno che, proprio l'annuncio del CBPP e non altri fattori esterni hanno influito sull'abbassamento dei rendimenti. Un miglior confronto può essere fatto analizzando due tipi di obbligazione i cui movimenti erano simili a quelli di obbligazioni garantite prima dell'inizio della crisi. Nello studio eseguito sono

state confrontate obbligazioni emesse da Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) in Germania e da Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale (CADES). Nella tavola 8 si vede che: il divario tra i rendimenti dei titoli garantiti e quelli delle due agenzie comincia ad allargarsi dopo lo scoppio della crisi (approssimativamente con il fallimento di Lehman nel 2008), dopo l'annuncio del programma (2009) lo *spread* comincia a diminuire, in Germania, dove il mercato aveva iniziato a ristabilirsi già in precedenza, si raggiungono anche valori sotto ai livelli pre-crisi.

Tavola 8: Rendimenti di obbligazioni garantite confrontati con rendimenti delle agenzie



Fonte: DataStream, Bloomberg, ECB calculations.

Per misurare invece gli effetti sulla liquidità, è possibile utilizzare il *Market Efficiency Coefficient*<sup>16</sup> (MEC), che è possibile calcolare come: \_\_\_\_\_

Dove il numeratore rappresenta la varianza del logaritmo dei rendimenti di lungo periodo, il denominatore invece è il numero dei periodi brevi contenuti in quelli lunghi, moltiplicato per la varianza del logaritmo dei rendimenti di breve periodo. L'assunzione alla base è che "I movimenti di prezzo sono più continui in mercati liquidi", quindi il MEC tende a essere vicino, ma minore di 1 nei mercati che registrano più movimenti, perché appunto in questi mercati una variazione di prezzo dovrebbe essere assorbita in tempi minori, si ha in pratica

<sup>16</sup> Abdourahmane Sarr e Tonny Lybek – Measuring Liquidity in Financial Markets

una maggiore varianza a breve termine. Mentre al contrario mercati meno liquidi mostreranno una varianza maggiore nel lungo periodo.

**Tavola 9: Volatilità dei rendimenti di obbligazioni garantite**

		Variance of short-term returns	Variance of long-term returns	MEC
2 Jan. 2007	14 Sep. 2008	0.0014	0.0079	1.13
15 Sep. 2008	6 May 2009	0.0035	0.0155	0.89
7 May 2009	30 June 2010	0.0012	0.0084	1.45

Notes: The market efficiency coefficient is calculated as the ratio of the variance of long-term to short-term returns, scaled with the number of short-term returns per long period. The returns are computed as differences in yields, which broadly correspond to the log returns of bond prices.

Fonte: Occasional Paper No 122

Nell'ultima colonna sono computati gli indici MEC per i diversi anni. Dopo lo scoppio della crisi, il MEC passa a un valore di 0,89, ma questo non è un segno di aumento di liquidità, come in realtà dovrebbe essere, proprio perché c'è la presenza distorsiva di elevata varianza dei rendimenti. Tuttavia dopo l'inizio del CBPP la varianza ritorna ai livelli pre-crisi e anche se il MEC non ritorna agli stessi livelli ma in ogni caso a livelli molto prossimi.

L'effetto avuto sul mercato è stato poi stimato anche con un modello di regressione econometrica, attraverso la seguente equazione:

Dove:

$r_{t-1}$  è il rendimento delle obbligazioni garantite;  $r_{t-1}^{swap}$  è il tasso euro *swap overnight*;  $\Delta r_{t-1}$  è il differenziale tra i tassi a cinque anni sulle obbligazioni garantite UK e il *Libor-euro swap*, introdotto per avere una variabile di controllo sull'andamento di tutto il mercato, visto che lo *spread* sulle obbligazioni garantite UK non dovrebbe essere influenzato dal CBPP;  $D_{t-1}$  è una variabile di Bernoulli che assume il valore 0 prima dell'annuncio del CBPP e valore 1 in seguito;  $S_{t-1}$  è anch'essa una variabile binaria con valore 0 prima dell'abbassamento del rating sul debito greco (26 Aprile 2010) e 1 dopo, e serve per depurare la valutazione econometrica da eventuali distorsioni avute con

l'annuncio del declassamento; rappresenta un errore bianco (*white noise*, con media 0 e varianza costante).

Se si guarda ai risultati nella tavola 10, si vede che il coefficiente relativo a  $\Delta r_{CBPP}$ , che essendo una variabile *dummy*, misura la differenza tra i rendimenti nel momento in cui il programma non è attivato (valore 0) e quando invece il programma entra in funzione (valore 1), è pari a -0,12, questo significa che in media il CBPP nell'area delle Euro ha contribuito a un abbassamento dei tassi di 12 punti base. Il coefficiente attribuito alla variabile  $\Delta r_{Sovereign}$ , ci mostra come l'inizio della crisi dei debiti sovrani abbia contrastato l'effetto del CBPP con un aumento di circa 24 punti base per le obbligazioni Spagnole e di circa 38 punti base per quelle Irlandesi.

Tavola 10: Esito dell'analisi econometrica.

Regressors	Euro area	Germany	France	Spain	Ireland
Five-year overnight indexed swap	0.85***	0.90***	0.86***	0.85***	0.87***
Five-year UK covered bond swap spread	0.59***	0.21***	0.50***	0.75***	1.14***
CBPP dummy	-0.12***	-0.17***	-0.10***	-0.17***	0.05
Sovereign debt crisis	0.14***	0.04	0.02	0.24***	0.38***

\*\*\* indica una significatività del coefficiente del 99%, \*\* del 95% e \* del 90%.

Fonte: ECB Occasional Paper No 122

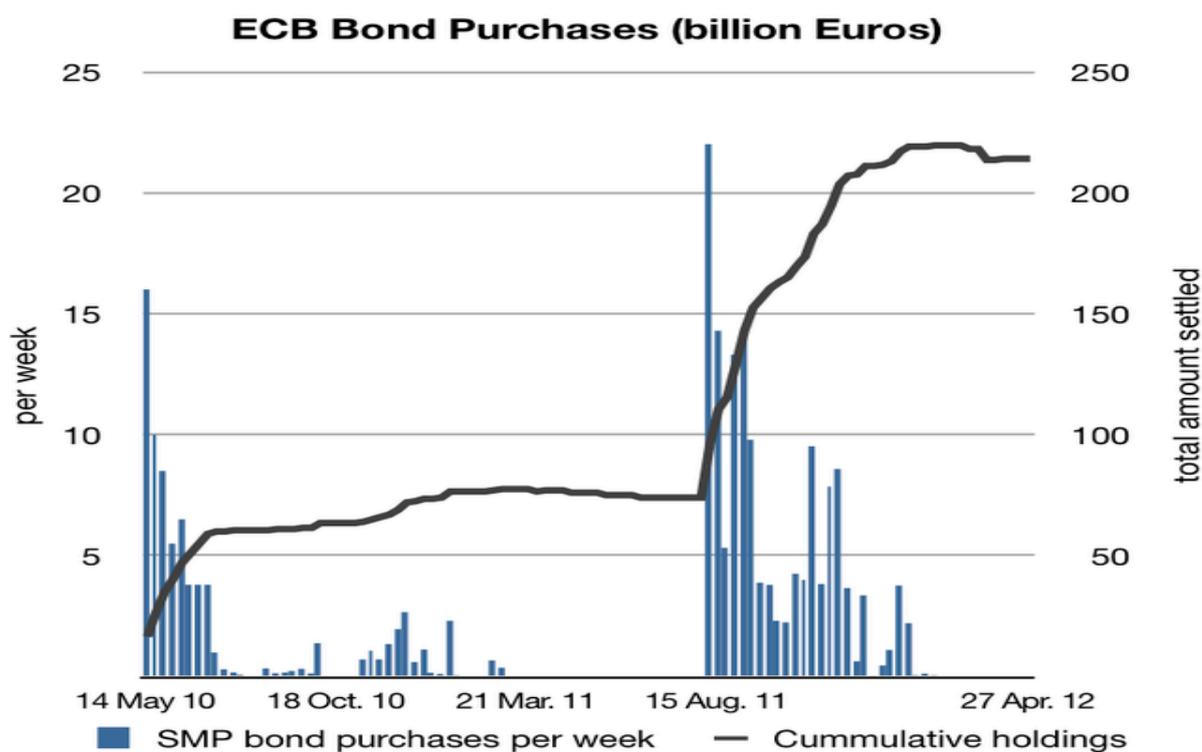
## • Securities Markets Programme

Il 10 maggio 2010 è annunciato un altro programma d'intervento, il *Securities Markets Programme* (di seguito SMP) ovvero il programma per il mercato dei titoli finanziari. Lo scopo deliberato è quello di fornire liquidità al sistema e di ripristinare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, chiarendo esplicitamente che le immissioni di liquidità verranno "sterilizzate" con altre operazioni, depositi a tasso fisso, per non deviare da quello che è l'obiettivo primo della BCE.

Sostanzialmente come si può osservare (tavola 11) l'SMP può essere diviso in due periodi principali: Il primo periodo inizia con la data di annuncio dello stesso e finisce alla fine di Marzo 2011, questa prima fase è sostanzialmente

servita a riposizionare a livelli accettabili i rendimenti dei debiti sovrani di Grecia, Irlanda e Portogallo.

Tavola 11: Acquisti di Obbligazioni attraverso il SMP

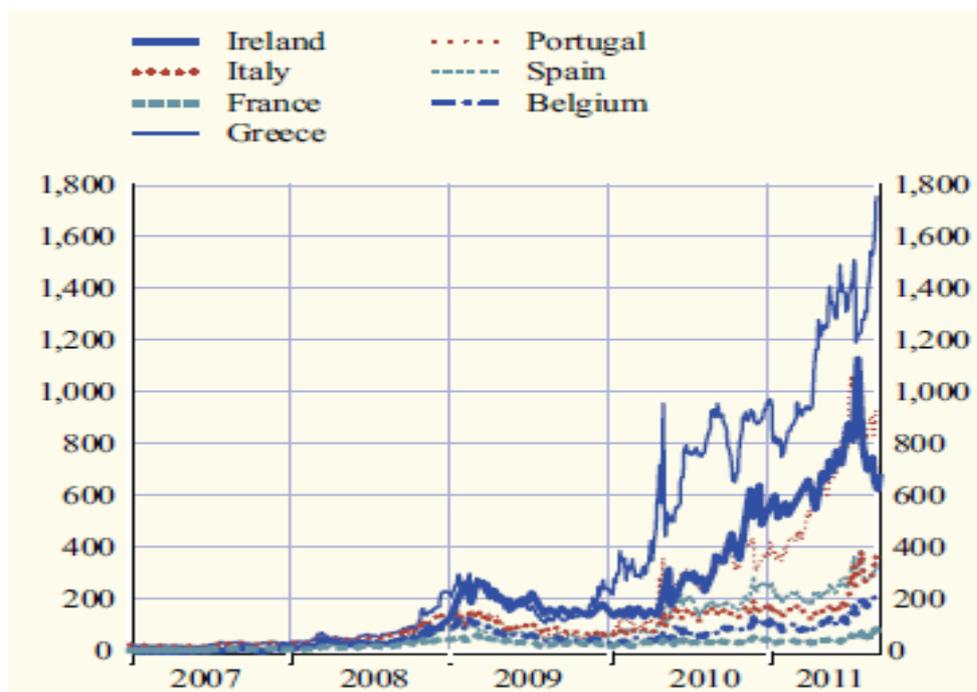


Fonte: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>

La seconda fase invece inizia con l'Agosto 2011. Scoppiano rinnovate tensioni e preoccupazioni sulla possibile sostenibilità dei debiti sovrani, sia negli Stati Uniti, che in Europa. Infatti oltre oceano, il Congresso approva, anche se con maggioranze risicate l'innalzamento del tetto previsto per il debito USA, ne consegue il declassamento da parte di *Standard & Poor's* di un livello di *rating* ad AA+. Nel continente invece l'attenzione si sposta di più su Spagna e Italia, e in particolare sull'indecisione da parte delle autorità europee, che temporeggiano in questo periodo nel prendere decisioni risolutive. L'incertezza che si estende così sul mercato non manca di alzare nuovamente i rendimenti, arrivando in questo caso a colpire anche il debito della Francia, molti tassi sulle obbligazioni sovrane raggiungono *record* di innalzamento mai toccati dalla nascita dell'Euro (tavola 12). Ovviamente l'incertezza sulla sostenibilità del debito si avverte, e può servire anche da riscontro, anche sui premi richiesti sui *credit default swap*,

ad esempio quelli richiesti sul *default* della Grecia arrivano ad essere quindici volte superiori dal periodo di Ottobre 2008 al periodo di Agosto 2011.

Tavola 12: Differenziale tra i rendimenti delle obbligazioni Tedesche e i rendimenti delle altre nazioni Europee sui *bond* a 10 anni.



Fonte: Thomson Reuters

La BCE quindi riprende l'utilizzo del programma per sostenere i rendimenti di Italia e Spagna, che durante questo periodo sono cresciuti a dismisura e velocemente. Viene specificato inoltre che nell'attuare gli acquisti si tiene conto delle misure che tali paesi sono in procinto di effettuare nell'ambito delle politiche di consolidamento del bilancio.

### • Covered Bond Purchase Programme 2

Il 6 Ottobre 2011 viene rilasciato l'annuncio della partenza del *Covered Bond Purchase Programme 2* (CBPP2). Questa volta il programma coprirà quaranta miliardi, ancora una volta sia sul mercato primario che secondario, però questa volta, per i titoli facenti parte degli acquisti, viene ridotto il livello di *rating*: se con il primo programma era richiesta una valutazione AA, ora è necessaria una BBB-.

Una valutazione più puntuale di questi due ultimi strumenti messi in campo dalla BCE è difficoltosa proprio perché i due programmi sono ancora in atto (la data di scadenza del CBPP2 è prevista per la fine di Novembre 2012). È indubbio che queste operazioni abbiano contribuito a calmare le turbolenze che ci sono state ultimamente sul mercato del debito sovrano, ma ci sono abbastanza elementi per ritenere che rendendo i titoli sovrani una buona garanzia per le operazioni di rifinanziamento (abbassando anche i rating previsti) si siano creati effetti distorsivi (le banche Italiane e Spangole hanno aumentato la loro posizione di titoli di Stato rispettivamente del 13% e del 29%)<sup>17</sup>. C'è il rischio che la liquidità che viene fornita dalla BCE non viene utilizzata dalle banche per finanziare i prestiti e far ripartire l'economia reale, ma ritorni in pancia alla BCE sotto forma di depositi, e che le banche stesse diventino sempre più dipendenti da queste forme di aiuto<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Dati BCE

<sup>18</sup> Wall Street Journal & Financial Times

## Strumenti di Policy non Convenzionali

- **Il percorso delle Banche centrali**

Nel capitolo precedente si è discusso di come la Banca Centrale Europea abbia reagito agli stimoli provenienti dal mercato durante gli ultimi cinque anni. I tumulti e le distorsioni che hanno agito, minando la stabilità del sistema, hanno reso necessaria l'attivazione di misure non strettamente previste nell'assetto operativo della BCE. In questo capitolo, invece, la dissertazione devierà dall'approccio descrittivo/interpretativo usato in precedenza per migrare verso un'analisi commentata delle linee di politica economica intraprese e dei possibili sviluppi delle stesse nell'assetto operativo della banca centrale nel prossimo futuro.

Dal 2008 c'è stata una tendenza a passare da un'attività bancaria ristretta ad un tipo di attività allargata. Nel milleottocento le Banche hanno iniziato ad aiutare gli stati nazionali nella gestione del debito, e hanno assunto nel tempo compiti sempre maggiori, diventando infine anche prestatori di ultima istanza. Nel corso del millenovecento invece il problema dell'inflazione, per un'esigenza di chiarezza, ha reso necessario specificare i compiti delle banche centrali, restringendoli rispetto al periodo precedente, nell'età denominata *golden age*. Con la crisi molte banche sono state costrette a cedere una grande quantità di liquidità e a mantenere bassi tassi d'interesse, situazione che non è convenzionale, visti i *trend* degli anni precedenti, esse hanno quindi avviato un'espansione dei loro confini tradizionali, utilizzando più strumenti, conducendo operazioni di più larga portata ed entità, con più controparti, e perseguendo anche più obiettivi per volta. Ora si trovano nella situazione di decidere se mantenere effettivamente questi strumenti occasionali come parte integrante del loro assetto operativo.

In generale le Banche hanno avuto tutte una convergenza verso uno stesso assetto operativo, per preservare la stabilità macroeconomica, cercando di

influenzare le aspettative sull'inflazione, e concentrandosi sulla loro indipendenza, trasparenza e responsabilità per raggiungere gli obiettivi. I canali più utilizzati si sono concretati nell'utilizzo del tasso d'interesse, che va a modificare la curva dei rendimenti, e negli interventi sul cambio (soprattutto per le economie emergenti) sterilizzati per non alterare i livelli di tasso d'interesse prefissato.

Una prima suddivisione degli strumenti di politica economica non convenzionali, può essere fatta in base al fine che si attribuisce a questi: da una parte vi sono strumenti che sono asserviti al conseguimento della stabilità **macroeconomica** e dall'altra strumenti che contribuiscono a mantenere la stabilità **finanziaria**.

- **Strumenti di Stabilità Finanziaria**

Di quest'ultima categoria in particolare fanno parte le attività messe in atto per approvvigionare di liquidità mercati sotto *stress*, che ovviamente siano stati giudicati rilevanti per il sistema, in altre parole quando turbolenze al loro interno possono arrivare a influenzare le attività reali.

Le forme di supporto per il mercato a breve termine, in particolare di rifinanziamento interbancario o dei pronti contro termine, sono eseguite dalle banche centrali, vista la loro familiarità sia con i sistemi analitici, sia per la migliore conoscenza del mercato che posseggono, con la finalità di mitigare gli squilibri sistemici e di ristabilire la fiducia che conseguentemente viene meno in queste situazioni, non a caso le operazioni sono state fortemente pubblicizzate per sfruttare il canale di trasmissione che agisce con la propagazione delle notizie e i conseguenti effetti sulle aspettative degli individui, notizie che in questo caso potevano essere ritenute molto affidabili, proprio perché comunicate dalla stessa BCE tramite i bollettini mensili. Durante il periodo che ha seguito la crisi di Lehman la BCE ha compiuto una vera e propria distinzione tra le operazioni di politica economica condotte ordinariamente, e quelle condotte in via straordinaria, fatta con frequenza diversa, con una durata più lunga, accogliendo

più controparti e anche con più tipologie di garanzie utilizzabili, infine ma non meno importante, queste operazioni sono state sempre sterilizzate. In particolare rispetto alle varie banche centrali, c'è stato un *trend* comune a quelle istituzioni centrali che già accettavano un numero abbastanza grande di controparti (BCE, Bank of Japan) di allargare questo numero, rispetto invece a quelle che operavano con un numero minore di controparti, questa tendenza ha agito di riflesso rispetto alle strutture del mercato, singolari e particolari per le diverse situazioni in cui queste banche hanno operato. In breve tempo le istituzioni abituate a un piccolo numero di controparti sono tornate sui propri passi, le altre invece continuano a mantenere ampliato il numero di attori con cui devono operare (RB of Australia, Bank of Japan, Bank of England).

Per quanto riguarda il mercato obbligazionario nello specifico invece la politica è stata un po' più attenta a non creare una situazione in cui di fatto si sarebbe instaurata una forma di dipendenza dalle Banche Centrali, non a caso rispetto alle operazioni in supporto del mercato interbancario, per gli interventi sull'obbligazionario è stata prevista una data di termine specifica, fornendo alla BCE una via d'uscita. E ancora i tassi d'interesse per questo tipo d'interventi sono stati più alti, rendendo la partecipazione appetibile per le banche solo se effettivamente ci fosse stata necessità.

**Tavola 1: Operazioni di supporto ai mercati interbancari e obbligazionari.**

	Istituzione	Misure	Prezzo Penalizzante	Termine di fine esplicito
Supporto di liquidità ai mercati di rifinanziamento	Federal Reserve	Term Auction Facility	No	No
	BCE	LTRO a tasso fisso e senza limiti quantitativi	No	No
	Bank of England	LTRO	No	No
	Bank of Canada	Term PRA	No	No
	Reserve Bank of Australia	Pronti Contro Termine	No	No
Supporto di liquidità ai mercati obbligazionari	Federal Reserve	Commercial Paper Funding Facility	Si	Si
		Asset-Backed Commercial Paper MMMF Liquidity Facility	Si	Si

		Term ABS loan Facility	Si	Si
	BCE	CBPP	No	Si
	Bank of England	APF	Si	Si
	Bank of Japan	Special Funds-Supplying Operations	No	Si
		Purchase of Covered Bonds	Si	Si

Fonte: IMF Working Paper WP/11/45

In generale gli esperti<sup>19</sup>, concludono che le misure sono servite a diminuire i costi di rifinanziamento per le banche, abbassando i tassi nel periodo d'azione, in quasi tutte le economie sviluppate. Anche se con maggiori difficoltà di verifica, stesse considerazioni possono essere fatte per il mercato del debito, dove l'azione della BCE ha contribuito a sbloccare i meccanismi di trasmissione usuali e in misura minore la circolazione del credito.

E' stato possibile osservare un'espansione nelle attività possedute dalle banche centrali durante le operazioni, e ovviamente questo tema ha posto non pochi problemi riguardanti la sicurezza e la stabilità delle istituzioni centrali (Tavola 2).

Tavola 2: Attività detenute dalle maggiori Banche Centrali

	Eurosystem		Federal Reserve		Bank of England		Bank of Japan	
	<i>Pre-crisis</i>	<i>Present</i>	<i>Pre-crisis</i>	<i>Present</i>	<i>Pre-crisis</i>	<i>Present</i>	<i>Pre-crisis</i>	<i>Present</i>
<b>Total assets</b>	13%	26%	6%	19%	6%	18%	19%	30%
<b>Sovereign bonds outright</b>	0%	2%	6%	11%	0%	14%	11%	13%
<b>Monetary base</b>	9%	14%	6%	18%	5%	13%	17%	24%
<b>Money (M1)</b>	43%	51%	10%	14%	62%	72%	94%	109%

Fonte: Ignazio Angeloni – The boundaries of Central Banks, Torvergata speech 7 Dicembre 2011

Oggi che in larga parte queste operazioni sono terminate, anche se qualche banca ancora mantiene in bilancio determinate attività ottenute tramite le

<sup>19</sup> McAndrews (2008), Wu (2010), RB of Australia (2009), Ait-Sahalia (2009), Fleming (2010), Adrian (2010), Giannone (2010).

operazioni, si attesta che non ci siano state notevoli perdite finanziarie<sup>20</sup>. Il problema generato dagli acquisti è che si crea all'interno del bilancio delle BC una discrepanza temporale tra le attività, di cui appunto si aumenta la quantità che scade nel lungo periodo, e le passività che invece sono a breve. In una situazione di questo tipo, tre sono le modalità con cui si potrebbe incorrere in una perdita: La banca centrale può essere costretta ad alzare il tasso ufficiale, potrebbe succedere che in questo caso le spese derivanti da quest'operazione, come ad esempio il maggior rendimento da offrire sulle riserve oppure sui prestiti, eccedano effettivamente i ricavi derivanti dalle attività acquistate; Altrimenti potrebbe avverarsi il caso in cui la BC si trovasse a rivendere le attività in portafoglio ad un prezzo inferiore rispetto a quello di acquisto; infine un'altra situazione comprende sempre l'innalzamento del tasso ufficiale che in questo caso abbasserebbe il prezzo di tali attività in pancia alle BC. Se questi eventi effettivamente dovessero verificarsi, lascerebbero le banche con una perdita nel capitale da coprire, e dato che esse non possono effettuare direttamente prelievi fiscali, sostanzialmente si verrebbe a creare un precedente in cui le BC sono sottomesse all'azione delle autorità competenti a compiere prelievi fiscali allo scopo di rifinanziare le BC. Uno scenario del genere comporterebbe una grave costrizione del vincolo per le istituzioni centrali di essere indipendenti dalle autorità politiche. Per ovviare a questa possibilità una soluzione, proposta da diversi autori<sup>21</sup>, potrebbe essere un accordo tra i governi e le banche centrali in modo che i primi fossero obbligati ad assicurare il capitale delle seconde da perdite della stessa fattispecie in parola.

Dal punto di vista del bilancio consolidato dell'area l'acquisto di obbligazioni ha l'effetto di scambiare le passività con scadenza più a lungo termine con passività con scadenza a breve, si ha quindi lo stesso effetto che si avrebbe nel caso in cui lo stato portasse a termine una strategia di gestione del

---

<sup>20</sup> Dati relativi alla fine dell'anno 2010.

<sup>21</sup> Mark Stone, Kenji Fujita, Kotaro Ishi - IMF

debito denominata “*Short-funding strategy*”. La spiegazione di tale strategia segue nella tavola 3:

**Tavola 3: Acquisto di obbligazioni e strategia *short-funding***

Stato		Bilancio Consolidato dell'Area	
Attività <b>70</b>	Bonds a lungo termine <b>70</b>	Attività <b>70</b>	Bonds a lungo termine <b>70</b>
<b>Banca Centrale</b>		Open Market Operations <b>30</b>	Riserve Obb <b>10</b>
Open Market Operations <b>30</b>	Liquidità <b>20</b>		Liquidità <b>20</b>
Stato del mondo dopo l'acquisto di obbligazioni:			
La banca centrale acquista 20 obbligazioni a lungo termine, avendo la stessa quantità di riserve in eccesso come controparte			
Stato		Bilancio Consolidato dell'Area	
Attività <b>70</b>	Bonds a lungo termine <b>70</b>	Attività <b>70</b>	Obb. Lunga <b>50</b>
<b>Banca Centrale</b>			Riserve ecc. <b>20</b>
Obbligazioni a lunga scadenza <b>20</b>	Riserve in eccesso <b>20</b>	Open Market Operations <b>30</b>	Riserve Obb <b>10</b>
Open Market Operations <b>30</b>	Liquidità <b>20</b>		Liquidità <b>20</b>
Come si vede nel bilancio consolidato le obbligazioni a lungo termine per un'ammontare di 20, sono controbilanciate dall'emissione da parte del governo dello stesso ammontare di obbligazioni a breve.			
Stato del mondo con una <i>Short-funding strategy</i>			
Infatti in alternativa il governo può ricomprare indietro una quantità di 20 obbligazioni a lungo ed emettere lo stesso ammontare di obbligazioni a breve			
Stato		Bilancio Consolidato dell'Area	
Attività <b>70</b>	Obb. lunga <b>50</b>	Attività <b>70</b>	Obb. Lunga <b>50</b>
	Obb. Breve <b>20</b>		Obb. Breve <b>20</b>
<b>Banca Centrale</b>		Open Market Operations <b>30</b>	Riserve Obb <b>10</b>
Open Market Operations <b>30</b>	Liquidità <b>20</b>		Liquidità <b>20</b>
Come si può notare alla fine la situazione del bilancio consolidato è identica nel caso dell'acquisto di bond oppure di strategia <i>short-funding</i> per diminuire la <i>maturity</i> dei titoli emessi.			

Fonte: IMF WP/11/145 Stone, Fujita, Ishi

Con una strategia di questo tipo si potrebbero manifestare perdite simili a quelle definite per l'acquisto di obbligazioni, un aumento dei tassi ufficiali specularmente alla prima casistica precedentemente esposta, aumenterebbe i tassi a breve, e quindi quelli che un governo centrale dovrebbe pagare sul debito a breve di nuova emissione; sempre con tassi alti, un ritorno all'emissione di debito a lungo termine genererebbe costi più alti dovuti appunto al ritorno a questo tipo di raccolta; e per ultimo, nel caso della strategia "*Short-funding strategy*" attuata dallo stato, non c'è il pericolo di una perdita dovuta alla diminuzione dei prezzi delle attività perché è compensata dall'aumento del valore sul lato delle passività.

Quindi con il progressivo diminuire della *maturity* del debito, l'ente debitore può essere messo sotto pressione dal mercato, sotto il punto di vista della solvibilità. Ovviamente questo non riguarda le banche centrali in se, ma potrebbe creare degli squilibri e problemi di rifinanziamento alle istituzioni di cui le banche appunto detengono titoli, dovuti ai programmi, facendo sì che agli stati, che i titoli li hanno emessi, siano richiesti dei rendimenti più alti.

- **Strumenti di Stabilità Macroeconomica**

Le azioni intraprese per arrivare a una stabilità macroeconomica, sono state dettate dalla necessità di rapportarsi con bassissimi livelli dei tassi d'interesse, e infatti queste manovre non si riscontrano, o comunque si riscontrano in misura minore nelle economie emergenti, le quali non si trovano in una situazione di stallo dei tassi a livelli prossimi allo zero.

Gli acquisti di *bond* ai fini della stabilità macroeconomica si differenziano dagli acquisti effettuati per iniettare liquidità nel sistema in fase d'instabilità, di cui esempio calzante è il *Security Market Programme* della BCE, infatti, è diverso lo scopo finale, reso chiaro dalle comunicazioni fatte dalle banche operanti. Negli acquisti, della FED e della Bank of England principalmente, si deve intravedere la volontà di abbassare la curva dei rendimenti soprattutto a lungo termine, di solito il canale di trasmissione cui si attribuisce questo effetto è il canale via tasso d'interesse, infatti riducendo la quantità di titoli obbligazionari

presenti sul mercato, diminuendo quindi l'offerta, aumenterà di conseguenza il prezzo degli stessi. Vista la relazione inversa tra prezzo di un titolo e il suo rispettivo tasso d'interesse allora è chiaro come si riduca appunto il rendimento connesso al titolo, e con esso tramite meccanismi di sostituzione di portafoglio, ovvero tramite l'azione degli investitori che si spostano su titoli più redditizi, ma con maggiore durata, aumentano la domanda rispetto all'offerta degli stessi, e quindi aumentando il prezzo, si arriva a ridurre anche i rendimenti delle attività a più lungo termine.

Per le operazioni sulle obbligazioni non sono state previste strategie di uscita chiare, ma soltanto delle linee guida, che comprendono l'innalzamento dei tassi ufficiali e la comunicazione delle scadenze e dell'entità della riduzione sugli acquisti, da utilizzare nel momento in cui le condizioni macroeconomiche future lo renderanno possibile.

Recenti studi condotti in Gran Bretagna e negli Stati Uniti<sup>22</sup> hanno dimostrato come il primo *round* di acquisti abbia ridotto i tassi di un intervallo che va dai cinquanta ai cento punti base. Negli Stati Uniti l'annuncio dell'azione della FED ha aumentato le aspettative sull'inflazione e quindi ridotto i tassi di rendimento reali mentre la seconda *tranche* ha avuto un effetto ridotto rispetto alla precedente. Baumeister e Benati in un loro studio recente (2010) sono giunti alla conclusione che tramite i loro interventi le banche centrali abbiano ridotto le probabilità di deflazione e di contrazione dell'*output*. Tuttavia si è rilevato che i modelli utilizzati sottostimano il fattore di un'ipotetica depressione generata da squilibri finanziari e che quindi hanno sottostimato i benefici di tali politiche economiche. D'altro canto però questi modelli non stimano nemmeno i possibili rischi dovuti al fatto che non sono state previste effettive strategie di uscita, che tali politiche hanno conseguenze sulla distribuzione dei redditi e che potrebbero essere percepite come una forma di asservimento delle banche centrali al pagamento del debito degli stati, minando quindi uno dei pilastri principali per il funzionamento di un'istituzione centrale: l'indipendenza.

---

<sup>22</sup> Gagnon, Joyce, Dale, Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen, D'Amico and King.

Alcune operazioni<sup>23</sup> hanno anche cercato di facilitare l'approvvigionamento di credito, come in passato<sup>24</sup>, quando, però le banche che avevano effettuato manovre a favore del credito sono incorse in perdite, hanno quindi bloccato le operazioni. Oggi invece è difficile valutare quale sia stato l'effetto, anche se non ci sono state perdite, perché sia il tempo trascorso dall'utilizzo sia la durata stessa di azione sono troppo brevi (la Bank of Japan ha bloccato subito le operazioni dopo il terremoto nel 2011).

- **Politiche non Convenzionali e *Best Practices***

Alla luce di quanto discusso finora pare evidente che l'assetto degli strumenti operativi effettivamente in possesso delle Banche Centrali stia mutando. Molto autori concordano che queste misure, sebbene vengano apostrofate con termini quali “non convenzionali” o “*non-standard*”, possano, nel prossimo futuro, entrare a far parte del *toolkit* delle banche, molte sono infatti le argomentazioni favorevoli:

Ad esempio, si considerano gli effetti che provocano gli strumenti creati per il supporto della liquidità, questi sono stati misurati empiricamente, ed è stato osservato che essi hanno realmente avuto un ruolo nel disperdere le situazioni di *stress* sui mercati ai quali erano diretti. Deviando da periodi di difficoltà, in ogni caso aumentano la flessibilità degli strumenti di fornitura di liquidità in possesso delle banche centrali, si pensi al numero allargato di controparti piuttosto che il numero maggiore di garanzie accettate, o ad esempio forme di anonimato nell'accesso alla liquidità potrebbero ridurre gli *stigma effects* (Ovvero quando una banca è titubante a rivolgersi al prestatore di ultima istanza in caso di brevi e temporanei squilibri di liquidità, con strumenti appositamente creati per queste situazioni, perché questo è percepito dal mercato come un segno d'insolvenza della banca che ha usufruito di tali facilitazioni). Tuttavia non si devono sottovalutare i rischi: inevitabilmente fornire liquidità al mercato comporta

---

<sup>23</sup> MBS/GSE della FED, Asset Purchase Programme della Bank of Japan.

<sup>24</sup> 1987 Annual Report di Banco de Portugal.

problemi per il bilancio delle banche centrali, anche se fino a questo momento non sembra ci siano state gravi perdite. Inoltre potrebbero sorgere casi di *moral hazard*, in altre parole il mercato potrebbe generare distorsioni nel momento in cui si percepisse l'idea che le banche centrali, avendo inserito permanentemente queste misure di supporto, fossero obbligate a intervenire in caso di *stress*, assorbendo le perdite. Ancora, le banche centrali dovrebbero riuscire a differenziare l'effetto che si vuole attribuire a queste operazioni sulla stabilità finanziaria da una semplice percezione di variazione della politica monetaria, ad esempio più lassista. Non c'è dubbio poi, che l'istituzione più indicate per svolgere questo tipo di attività siano proprio le BC, infatti, queste politiche contengono elementi decisionali che normalmente dovrebbero far parte dei compiti spettanti ai governi, ma che in ogni caso le BC possono affrontare, tenendo conto anche dell'esperienza in questo campo e delle facilitazioni operazionali e senza dubbio della maggiore disponibilità d'informazioni di cui dispongono.

La circostanza che solo le banche che hanno dovuto fronteggiare bassi tassi d'interesse hanno attivato meccanismi di politiche per la stabilità macroeconomica, suggerisce che questi strumenti possano essere utilizzati specialmente in queste situazioni e non nel continuo. Infatti solo le banche con alta credibilità e con forti valute alle spalle se ne sono servite, anche perché non sono pochi i problemi che azioni del genere trascinano con sé, per queste possono essere fatte le stesse considerazioni sui rischi che sono state fatte per le politiche di stabilizzazione finanziaria. In più l'abbassamento della curva dei rendimenti dovuto all'acquisto di debito scoraggia i risparmiatori che vedono ridursi i rendimenti e invece incoraggia chi voglia prendere somme a debito, ovviamente per un'istituzione, come ad esempio la BCE, che tra i suoi principi annovera la responsabilità, intesa anche come responsabilità sociale verso i cittadini, essendo un organismo cui è stata demandata una funzione pubblica, non è corretto alimentare tali effetti di cattiva distribuzione.

Inserire manovre di correzione per perseguire le due forme di stabilità pone la banca centrale di fronte a nuove e difficoltose sfide, bisogna, in effetti, coordinarle con le altre politiche regolatorie. Un effetto maggiore, per esempio, potrebbe essere apportato alle azioni di fornitura di liquidità per la stabilità macroeconomica qualora queste fossero in armonia con le politiche fiscali. Infatti, come precedentemente argomentato, queste politiche sono utilizzate di solito quando vi è una situazione di tassi d'interesse ai minimi livelli, quindi le banche sono impossibilitate ad abbassarli ulteriormente. Se s'immagina una scelta di consolidamento fiscale, che comporta quindi una contrazione della produzione, e le banche centrali non possono intervenire perché hanno raggiunto già il livello minimo dei tassi, allora l'acquisto di obbligazioni servirebbe ad alleggerire l'effetto del consolidamento, e in più questo a sua volta controbilancerebbe i rischi assunti con gli acquisti. Le decisioni sui *bond* hanno anche un duplice effetto sia sul sistema finanziario sia sull'economia in generale, sul primo riducendo le turbolenze nel mercato e riducendo la tendenza a salire della curva dei rendimenti, sulla seconda, agendo invece sulla variabile "fiducia", comunicando che appunto le autorità si stanno facendo carico delle problematiche e che stanno agendo per cercare di risolverle.

Come ampiamente documentato quindi, questi strumenti pongono numerosi problemi dal punto di vista dei rischi e della loro implementazione, tuttavia sono state individuate alcune procedure che potrebbero contribuire ad alleggerire queste problematiche:

1. Per prima cosa, la finalità dello strumento non convenzionale deve essere in linea con l'obiettivo principale della BC, non a caso è assolutamente necessario che sia esposto chiaramente qual è lo scopo delle modalità adottate, considerata proprio la natura eccezionale delle stesse, per evitare fraintendimenti e il diffondersi dell'erronea percezione che l'istituzione cambi, a suo piacimento e contrariamente a quanto stabilito nello statuto, la linea guida fondamentale. (Esempi di azioni di questo tipo possono essere riscontrati nei discorsi fatto dai

responsabili di molte banche centrali, volti a spiegare proprio le motivazioni dell'utilizzo di determinate politiche<sup>25</sup>)

2. Considerando che il pubblico non ha una concezione o delle aspettative sul funzionamento o gli esiti di queste manovre particolari, è opportuna una spiegazione approfondita delle dinamiche di trasmissione, meglio se accompagnata da indicatori misurabili, e dei rischi che potrebbero emergere rispetto alle politiche tradizionali, che in generale sono oramai entrate nella concezione degli studiosi di queste discipline. La spiegazione dovrebbe anche contenere i modelli operativi che la banca centrale intende utilizzare e nondimeno le condizioni di utilizzo, e quindi le controparti e gli strumenti ammessi, la durata, la frequenza di utilizzo, ecc. Il motivo principale per cui si rende necessaria una costante informazione è che azioni di questa tipologia creano effetti distorsivi maggiori e più ampi rispetto a strumenti “tradizionali”, ad esempio alterando il prezzo delle attività con gli acquisti, e andando a modificare così le condizioni di finanziamento delle controparti. Anche il mercato si deve prestare, le operazioni tanto sono più efficaci e meno distorsive quanto più i mercati su cui vanno ad agire sono sviluppati e liquidi, in questo modo la banca centrale non è costretta a scegliere una singola entità da finanziare (comportamento sempre sconsigliato) perché in ogni caso essendo il mercato liquido, gli effetti tendono a propagarsi più facilmente né modifica pesantemente il mercato con distorsioni. Bisogna quindi sempre condurre un'analisi costi-benefici per vedere se effettivamente i benefici portati sono maggiori dei costi da sopportare.
3. Una costante informazione deve essere fatta *work in progress*, nel senso che periodicamente durante lo svolgimento delle operazioni dovrebbero essere rilasciate comunicazioni per specificare quali obiettivi e traguardi sono stati raggiunti fino a quel momento, ma contemporaneamente

---

<sup>25</sup> Il riferimento è fatto ai discorsi pronunciati da: Bernanke per conto della FED Aprile 2009, Smaghi e Trichet per conto della BCE Aprile e Luglio 2009, King per conto della Bank of England Gennaio 2009 e infine Nishimura per conto della Bank of Japan Ottobre 2010.

possibili andamenti futuri, in modo da offrire la possibilità al pubblico di valutare le azioni della banca centrale.

4. Importante è anche la coordinazione con l'autorità di supervisione e di regolazione: molti ritengono una regola importante il finanziamento ai soli istituti che patiscono una momentanea crisi di liquidità e non un problema di vera e propria insolvenza<sup>26</sup>. Per operare tempestivamente un discernimento tra le due tipologie d'istituti, per poter finanziare solo quelli illiquidi, le BC hanno bisogno delle informazioni che sono in possesso delle autorità di vigilanza, ed è questo il motivo per cui si rende necessaria la cooperazione.
5. Nel *Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies* sono elencati alcuni precetti che dovrebbero essere rispettati per assicurare la massima trasparenza delle operazioni. Nella sezione 1 paragrafo 2 è espressamente indicato che: “La relazione istituzionale tra le operazioni monetarie e fiscali deve essere definita chiaramente.<sup>27</sup>”, se sono ammesse operazioni tra la banca e come controparte lo stato, oppure intromissioni nel mercato sia secondario sia primario, piuttosto che partecipazioni della BC in comitati o in aziende, allora tutte le condizioni di utilizzo devono essere dibattute pubblicamente. Nel terzo paragrafo è snocciolata la questione della banca che invece svolge ruoli di agenzia per conto del Governo, come ad esempio la gestione del debito, prestiti stessi oppure come attore fiscale o soltanto come consulente: in questi casi è consigliato di chiarire bene quali sono sia i ruoli ma a maggior ragione le responsabilità di ciascun ente. La separazione tra politica fiscale e monetaria giova anche all'indipendenza della banca centrale, che come già dibattuto in precedenza, è un fattore chiave della buona riuscita delle politiche perché in assenza di essa si minerebbe alla credibilità di tali istituzioni.

---

<sup>26</sup> Teoria “Classica” del *Lender of Last Resort* – Bagehot W.

<sup>27</sup> <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/index.htm#goodtrans>

6. Molto spesso il portafoglio di operazioni a disposizione delle banche centrali ha bisogno di essere rinnovato o meglio ampliato, questo ovviamente è funzionale al dinamismo dei mercati e ai cambiamenti che avvengono in particolare nella struttura finanziaria. Ne consegue che l'impalcatura legale sulla quale poggia la banca centrale deve essere abbastanza flessibile da consentire questi cambiamenti<sup>28</sup>.
7. Nella sezione riguardante la spiegazione delle misure adottate per la stabilità finanziaria, è emerso che molte operazioni effettuate a questo scopo non hanno delle strategie di uscita chiare e definite. Al contrario proprio queste dovrebbero essere comunicate quando è annunciato l'inizio dell'operazione, questo evita, in primis che si creino effetti di *moral hazard* e poi che si creino errori informativi oppure aspettative errate sulla situazione di bilancio della banca centrale. Inoltre l'uscita dalle strategie deve avvenire in modo graduale e programmato, così da evitare forti sbalzi nelle variazioni di quantità acquistate di obbligazioni e da cercare di mantenere stabile il grado di fiducia del mercato. Non è però detto che la banca centrale in caso di necessità possa modificare la data prestabilita di termine, tuttavia si auspica che ovviamente rispetti tutte le regole descritte sia d'informazione che di cooperazione con le altre autorità.
8. Si rendono necessarie delle precauzioni per proteggere il bilancio della Banca Centrale, come più volte ripetuto, spesso operazioni di fornitura di liquidità implicano l'allargamento del *range* di titoli richiesti come collaterale, questo però implica che aumenta in generale la percentuale dei titoli più rischiosi e con *rating* meno elevato che la banca centrale decide di accettare. Una possibile soluzione potrebbe essere quella di decurtare di una piccola percentuale il valore nominale di questi titoli in

---

<sup>28</sup> Si può considerare come esempio la Bank of Canada, la quale si è trovata a dover cambiare il proprio statuto per poter effettuare le operazioni di mercato aperto. Bank of Canada Act (R.S.C., 1985, c. B-2) Full Document: <http://laws-lois.justice.gc.ca/PDF/B-2.pdf> 214 KB] Act current to 2012-05-02 and last amended on 2008-08-05.

modo che attraverso questo sistema si evidenzi la maggiore rischiosità degli stessi e si faccia scontare alla restituzione, agli intermediari che li possedevano, il fatto stesso di averli accettati come garanzia. Vi devono essere sufficienti risorse necessarie a coprire le eventuali possibili perdite, infatti, risulta impensabile per una BC eseguire queste operazioni “straordinarie”<sup>29</sup> senza aver prima valutato la rischiosità delle stesse e le perdite che ne possono conseguire, in relazione a queste valutazioni quindi le operazioni dovrebbero rimanere nei confini del capitale delle banche o delle riserve per evitare spiacevoli situazioni in cui gli stati siano chiamati a rifinanziare l’istituzione centrale, creando dei precedenti per minarne l’indipendenza. Casomai con il governo centrale si possa accordare un piano per la condivisione delle perdite possibili. Una volta che le perdite sono incorse invece, è opportuno avere un sistema di regole che specifichi chiaramente come debba avvenire la ricapitalizzazione, e queste devono essere comunicate per fornire al pubblico un’idea chiara di come s’intende proteggere il bilancio delle banche centrali.

In conclusione si può quindi necessariamente affermare che lo scenario creato dal sistema Banche Centrali che fino ad ora abbiamo imparato a conoscere è cambiato profondamente. D’altronde bisogna rilevare che una crisi finanziaria di questa portata non si era ancora manifestata dall’inizio dell’operatività della BCE e che quindi questa funge anche da banco di prova per testare la validità degli strumenti che tale istituzione ha nel suo armamentario, altra rilevazione riguarda i problemi comuni che le banche centrali di tutto il mondo si sono trovate ad affrontare, infatti la maggior parte si è trovata a operare con una struttura di tassi d’interesse a livelli molto bassi, e quindi non ci deve meravigliare che escluse determinate caratteristiche derivanti da particolarismi endogeni ai singoli sistemi, questi strumenti siano molto simili tra una banca e

---

<sup>29</sup> Il termine è qui inteso nell’accezione di non ordinarie o di comune utilizzo.

l'altra. La spiegazione è che appunto le esigenze da cui ne scaturisce l'utilizzo sono abbastanza comuni.

Alla luce di quanto argomentato, soprattutto nel capitolo II, dove si sono misurati gli effetti positivi che il CBPP ha avuto sul sistema finanziario, e nel capitolo III, dove invece in termini più generali sono stati esposti i pro e i contro di tali strumenti, sebbene un'analisi più approfondita risulti difficoltosa, visto il poco lasso di tempo trascorso dall'avvio dei programmi, e che quindi rende ostica la misurazione dei risultati, a mio avviso questi strumenti, con le eventuali correzioni, possibili in futuro con una maggiore certezza dei dati, devono entrare a far parte dell'assetto operativo della Banca Centrale. Infatti la BCE in questo modo ha acquisito maggiore flessibilità e prontezza nel gestire situazioni simili che potrebbero ripresentarsi, un eventuale passo indietro, andrebbe di controtendenza rispetto a quella che è l'evoluzione intrinseca del mercato che ha portato a un mutamento contestuale nella banca centrale. Inoltre questi strumenti sono entrati di buon grado nella percezione collettiva, è quindi più semplice una loro eventuale spiegazione e accettazione da parte della società. Per quanto riguarda le problematiche per cui sono state proposte le prassi migliori nel capitolo III, queste per la maggior parte rientrano nell'ambito normativo, e quindi possono essere corrette implementando e migliorando l'assetto regolamentativo e di comunicazione, miglioria che per un'istituzione centrale presenta molte problematiche per i vincoli sociali che racchiude in se, ma che comunque comporterebbe enormi benefici.

## Ringraziamenti

Desidero ringraziare il Prof. Giorgio Di Giorgio, grazie alle sue lezioni, condotte in maniera appassionata è riuscito a trasmettermi l'amore per questa materia e la voglia di continuare questo percorso nonostante il cammino sia difficile. Lo ringrazio poi per aver creduto nel mio progetto e per avermi dato la possibilità di svilupparlo. Ringrazio poi il Prof. G. Zito per avermi consigliato e assistito durante la stesura. Ringrazio anche il Prof. Ignazio Angeloni che con la sua lezione a Tor Vergata il 7 Dicembre 2011 ha ispirato l'argomento di questa dissertazione.

In particolare ringrazio: la mia famiglia, se mi è stata data la possibilità di scrivere queste parole è grazie ai loro sacrifici, grazie di credere in me e di sostenermi a qualsiasi costo. Mia cugina Enza, che è anche la mia guida e a cui sono profondamente legato più che a chiunque altro, ti ringrazio perché ogni giorno mi ripeti che sono speciale. La mia amica Luisiana, insostituibile, lei mi ha insegnato la vera amicizia che resiste agli attacchi del tempo e della distanza, mi ritengo fortunato solo per averla conosciuta. Gli amici di sempre, in particolare Sara, Giuseppe, Luca, Andrea F, Andrea M, Rocco e Donatello, Antonella, Caterina che mi aspettano quando torno a casa, come se non fossi mai andato via, gli amici di Roma, Maria, Claudia, Eleonora, Daniele, Fede, Giusy, Annalaura, Edo, Silvia, che mi fanno sentire a casa e che hanno condiviso con me mille avventure in questa città di cui sono innamorato, in modo speciale Leo ed Ezra perché pian piano sono arrivati a conoscermi meglio di me stesso. Ringrazio poi l'associazione LUISS Arcobaleno, che ha risvegliato in me la voglia di combattere per le cause giuste e per un mondo più civile, per avermi mostrato la magia della condivisione e dello stare insieme, e soprattutto perché mi ha regalato quegli innumerevoli tesori che sono le nuove amicizie. Infine voglio ringraziare Ruoti, le mie origini sono radicate in quel paesino che mi ha insegnato a pensare in grande, rimanendo però sempre con i piedi ben piantati al suolo.

## **Bibliografia:**

38 ECONOMIC CONFERENCE, *Central Bank After the Crisis: Responsibilities, Strategies, Instruments*, 2010

ANGELONI I., *The Boundaries of Central Bank*, 2011

BCE, *Bollettino mensile Giugno*, 2003

BENIGNO P., *Le medicina BCE e il male europeo*, Sole 24 Ore, 2012

BINI SMAGHI L., *Discorso all'inaugurazione dell'anno accademico Lucca*, 2011

BIS, *Annual report*, 2011

BORIO C., *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters?*, 2011

CARUANA J., *Central Banking Between Past and Future: Which Way Forward After the Crisis?*, 2011

CARUANA J., *The role of central banks after the crisis*, 2011

DE GREGORIO J., *The role of central banks after the financial crisis*, 2010

DI NOIA C., *Mercati e Intermediari Finanziari: teoria e regolamentazione (Sides)*, 2011

EICHGREEN B., EL-ERIAN M., FRAGA A., ITO T., PISANI-FERRY J., PRASAD E., RAJAN R., RAMOS M., REINHART C., REY H., RODRIK D., ROGOFF K., SONG SHIN H., VELASCO A., WEDER DI MAURO B., YU Y., *Rethinking central banking*, 2011

GAZZETTA UFFICIALE DELL'UNIONE EUROPEA, *L 331/58*, 2011

GOODHART C., *The changing role of central banks*, 2010 FISCHER S., KROSZNER R., *comments*.

IMF M&CM DEPARTMENT, *Central banking lessons from the crisis*, 2010

IMF SURVEY ON LINE, *How to ensure financial stability after the crisis*, 2009

JORDAN T.J., *A changing role for central banks?*, 2010

LEVINE R., *The governance of financial regulation: reform lessons from the recent crisis*, 2010

LINZERT T., NAUTZ D., BINDSEIL U., *The longer term refinancing operation of the ECB*, 2004

NOWOTONY E., *Central banking after the crisis - Responsibilities, strategies, instruments*, 2010

SHIRAKAWA M., *Future of central banks and central banking*, 2010

STARK J., *Central banking after the financial crisis*, 2011

STONE M., FUJITA K., ISHI K., *Should unconventional balance sheet policies be added to the central bank toolkit? A review of the experience so far*, 2011