



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Politica Economica*

**LA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA  
CENTRALE EUROPEA DURANTE LA RECENTE  
CRISI FINANZIARIA**

Relatore:  
*Prof. Roberta De Santis*

Candidato:  
*Luca Berardi*  
*Matricola 158531*

Anno Accademico 2012-2013

Introduzione..... 3

## **CAPITOLO 1**

**LA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA CENTRALE  
EUROPEA DURANTE E DOPO LA CRISI FINANZIARIA: GLI  
STRUMENTI TRADIZIONALI..... 5**

1. Gli strumenti tradizionali durante la crisi finanziaria..... 14

1.1. La prima fase della crisi finanziaria: le turbolenze finanziarie tra  
2007 e 2008..... 18

1.2. Intensificarsi della crisi: fallisce Lehman Brothers..... 22

1.3. Le misure non convenzionali hanno effetto: temporaneo  
miglioramento sui mercati..... 25

1.4. Crisi del debito sovrano..... 26

## **CAPITOLO 2**

**UN CONFRONTO INTERNAZIONALE: LA POLITICA  
MONETARIA DELLA *FEDERAL RESERVE*..... 29**

1. Le misure adottate della Riserve Federale..... 31

2. Politiche non convenzionali a confronto: Fed e BCE..... 39

## CAPITOLO 3

<b>LA “NUOVA” POLITICA MONETARIA DELLA BCE.....</b>	<b>45</b>
1. I meccanismi di trasmissione smettono di funzionare: misure non convenzionali.....	45
1.1. Erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi ed ampliamento del bilancio della BCE.....	52
1.2. Ampliamento dell’elenco delle attività stanziabili in garanzia	55
1.3. Erogazione della liquidità a più lungo termine.....	56
1.4. Erogazione di liquidità in valuta estera.....	57
1.5. Acquisto definitivo di determinati titoli di debito.....	57
2. <i>European Financial Stability Facility e European Financial Stabilisation Mechanism.....</i>	<i>60</i>
3. <i>European Stability Mechanism.....</i>	<i>64</i>
3.1. Partecipazione del settore privato, le <i>collective action clauses</i>	68
4. <i>Outright Monetary Transactions.....</i>	<i>69</i>
5. Una valutazione delle misure non convenzionali.....	72
CONCLUSIONI.....	79
BIBLIOGRAFIA.....	82

## Introduzione

A partire dal 2007 la Banca Centrale Europea deve affrontare un malfunzionamento sui mercati monetari che impedisce il corretto funzionamento della politica monetaria: i tradizionali meccanismi di trasmissione che normalmente conducono gli impulsi di *policy* all'economia non svolgono più la loro funzione, inoltre sui mercati finanziari europei sorgono asimmetrie che rendono squilibrati gli effetti delle misure adottate. La BCE ha dovuto così impiegare una serie di strumenti innovativi, definiti misure non convenzionali, per ripristinare il funzionamento dei canali di trasmissione e ridare così efficacia alle proprie decisioni di politica monetaria.

Anche la Federal Reserve ha affrontato una situazione simile rispondendo anch'essa elaborando nuove misure di politica economica che consentissero di contrastare gli eccezionali squilibri presenti sul mercato.

Il lavoro è organizzato come segue:

Nel primo capitolo del lavoro divideremo in fasi il periodo della crisi descrivendo gli avvenimenti che hanno scandito il percorso dalle turbolenze finanziarie di agosto 2007 fino alla crisi del debito sovrano europeo passando per la bancarotta Lehman Brothers; analizzeremo la politica monetaria tradizionale condotta dalla BCE con riferimento soprattutto alle decisioni del Consiglio Direttivo in merito alla gestione del tasso di *policy* e vedremo quali sono i fattori che negli anni precedenti il 2007 hanno permesso che la bolla dei mutui *subprime* si gonfiasse fino allo scoppio avvenuto ad agosto dello stesso anno.

Nel secondo capitolo verrà introdotta la politica monetaria della Federal Reserve e in particolare le misure non standard che le hanno permesso di evitare un totale collasso del sistema finanziario: dai programmi TAF e CPFF fino agli strumenti di *quantitative easing* e all'operazione *twist* con i quali la banca centrale ha cercato di sostenere i mercati finanziari prima, e di incrementare il tasso di occupazione poi.

Dopo aver analizzato gli interventi straordinari messi in campo dalla Fed articoleremo un confronto con la politica monetaria non convenzionale della BCE, evidenziando anche la differente sensibilità dei due *policy maker* rispetto a shock inflazionistici. Alla fine del capitolo vi sono delle considerazioni sul ruolo giocato

dalle differenze nella struttura dei mercati finanziari europeo e statunitense nella definizione dei vari strumenti impiegati dalle due banche centrali.

Il terzo ed ultimo capitolo del lavoro è dedicato alle misure non convenzionali di politica monetaria introdotte dalla Banca Centrale Europea le quali hanno come obiettivo principale il ripristino del funzionamento dei canali di trasmissione degli impulsi di *policy* all'economia. La BCE, erogando un ammontare eccezionalmente elevato di fondi, si è di fatto sostituita con successo al mercato interbancario ormai prosciugato sostenendo la liquidità delle banche europee.

Il capitolo si chiude con la descrizione degli strumenti elaborati con il supporto della BCE per contrastare le tensioni che dal 2010 in poi hanno colpito i titoli del debito pubblico di alcuni paesi europei tra cui l'Italia; dapprima i temporanei European Financial Stability Facility e European Financial Stabilisation Mechanism, e, successivamente l'European Stability Mechanism, avente lo scopo di fornire assistenza finanziaria ai paesi in difficoltà, sottolineando analogie e differenze di quest'ultimo col Fondo Monetario Internazionale, col quale collabora nell'erogare prestiti ai paesi che hanno sottoscritto gli accordi per intraprendere il percorso di assistenza e risanamento previsto

Vedremo infine il programma Outright Monetary Transactions, ovvero lo strumento elaborato dalla BCE per interrompere la crisi di fiducia verso la solvibilità dei paesi colpiti dalla crisi, evidenziando la stretta connessione con il fondo ESM, insieme al quale costituisce il cosiddetto "scudo salva-stati", e il principio di condizionalità al quale è subordinata l'erogazione dei prestiti.

Il lavoro si chiude con alcune considerazioni conclusive.

# CAPITOLO 1

## LA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA DURANTE E DOPO LA CRISI FINANZIARIA: GLI STRUMENTI TRADIZIONALI

La recente crisi economica e finanziaria ed economica è stata senza dubbio la peggiore che le economie occidentali ricordino dalla Grande Depressione degli anni '30. Le tensioni finanziarie hanno avuto origine in un particolare segmento del mercato creditizio statunitense, quello dei mutui sub-prime, ovvero dei mutui concessi a prenditori con scarso merito di credito.

All'origine dello sviluppo del mercato dei mutui sub-prime possono essere ricondotti una serie di fattori; sicuramente il lungo periodo di bassi tassi di interesse precedente ha dato il suo contributo in tal senso. Dopo la crisi del settore delle telecomunicazioni dei primi anni duemila (bolla *dot-com*), amplificata dall'attacco terroristico dell'11 Settembre, la Federal Reserve ha inaugurato un periodo di politica monetaria espansiva operando un taglio del tasso sui *Fed Funds*, mantenendolo a livelli storicamente bassi per circa un triennio dal 2002 al 2005.

La politica accomodante della banca centrale americana ha ulteriormente stimolato una tendenza che era in atto già dagli anni precedenti, ovvero un aumento generalizzato del livello di *leverage* sia da parte delle istituzioni finanziarie che di famiglie e imprese. Questo fenomeno si è presentato sia negli Stati Uniti che in Europa, anche se in modo non sempre omogeneo e con uguale intensità: tra il 2000 e il 2007 l'indebitamento delle famiglie statunitensi è passato dal 71,6 al 98,7 per cento del Pil, quello delle famiglie inglesi dal 69 al 100 per cento del Pil. Nell'Europa continentale i due estremi sono rappresentati da Spagna e Germania: sempre tra 2000 e 2007, la prima ha visto l'indebitamento delle famiglie crescere dal 45,8 all'82,8% del PIL, mentre nella seconda è addirittura diminuito, caso raro assieme a quello del Giappone.

Relativamente ai sistemi finanziari bisogna osservare come l'aumento della leva sia dovuto almeno in parte dalla diffusione di società che operano regolarmente con livelli molto elevati di *leverage*. Si tratta principalmente di *hedge funds* e fondi di *private equity*.

Il fenomeno ha comunque interessato anche istituti più “tradizionali” come diverse banche europee, principalmente tedesche, inglesi e svizzere, che hanno raggiunto un grado di leva pari a 40-50 volte il proprio patrimonio. Al 31 dicembre 2011, quindi almeno tre anni dopo lo scoppio della bolla sub-prime, il *leverage ratio* di Deutsche Bank è il secondo più alto in Europa e pari a 44 volte il capitale Tier 1, subito dietro a Credit Agricole che presenta una leva pari a 46<sup>1</sup>.

Il basso costo del credito ha stimolato l'erogazione di mutui per l'acquisto di case, spingendo il prezzo a valori molto elevati e innescando quindi una bolla immobiliare. Questa ha interessato non solo l'economia americana, ma si è allargata, con diversa intensità, anche in altri paesi come la Spagna. Il crescente aumento dei valori immobiliari ha stimolato ulteriormente l'erogazione di credito dietro garanzia, spingendo i mutuatari a rifinanziare il proprio debito a fronte del maggior valore dell'immobile che fungeva da garanzia reale incentivando così l'indebitamento delle famiglie. Per usare le parole del governatore Ignazio Visco: “In un contesto di ampia disponibilità di liquidità a livello internazionale, i premi per il rischio sono scesi su livelli non coerenti con i fondamentali e i prezzi delle attività finanziarie e reali hanno raggiunto in molti paesi livelli insostenibili”<sup>2</sup>. Anche l'innovazione finanziaria ha giocato un ruolo nell'innescare la crisi, le istituzioni finanziarie hanno infatti adottato un nuovo modello operativo, definito *originate-and-distribute*, in base al quale diversi *asset* che sorgono dall'attività creditizia vengono impacchettati creando nuovi strumenti e quindi ceduti ad altri intermediari, il tutto con l'apporto di apposite società veicolo (SPV, *special purpose vehicle*).

Negli ultimi vent'anni la quota di attività bancarie cartolarizzate e quindi cedute ad altri istituti è aumentata sensibilmente. Negli Stati Uniti nel 1990, ma la tendenza non è molto dissimile sui mercati europei, le banche mantenevano in bilancio il 22,2% dei crediti che avevano originato, da quel momento tale quota diminuì progressivamente negli anni successivi arrivando al 10,5% nel 1999. Nei primi dieci anni 2000 in media il 13% delle attività prodotte da una banca rimanevano nell'istituto d'origine.

---

<sup>1</sup> Bloomberg.com, *Deutsche Bank No. 1 in Europe as Leverage Hits Valuation*, 27 marzo 2012

<sup>2</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

Il passaggio da un modello *originate-and-hold*, che prevedeva il mantenimento ad esempio di un credito fino a scadenza nel bilancio dell'istituto che lo aveva erogato, ad uno *originate-and-distribute* non ha interessato allo stesso modo tutte le tipologie di attività bancarie, il fenomeno è stato infatti più marcato per i prestiti a termine che non per le linee di credito. Il pratica le banche hanno continuato ad affidarsi al modello *originate-and-hold* per le linee di credito anche quando andava diffondendosi il nuovo modelli di *securitization*<sup>3</sup>.

Questo modo di operare ha però fatto sì che si indebolissero gli incentivi ad una prudente valutazione dei rischi che si andavano assumendo, come rilevava lo stesso governatore Trichet nel 2007 “Al momento regna una tale creatività in termini di strumenti finanziari nuovi e altamente sofisticati... che non sappiamo con precisione dove si collochino i rischi”<sup>4</sup>. Prende così avvio un periodo di cosiddetta esuberanza irrazionale nel mercato dei mutui.

In questo contesto l'operato delle agenzie di rating è stato posto sotto accusa dal momento che i giudizi da loro espressi sono fondamentali nel garantire trasparenza sui mercati ed evitare distorsioni che si verificherebbero se vi fossero asimmetrie informative. Al riguardo è estremamente significativo osservare come alcuni dei titoli cartolarizzati che circolavano sui mercati venivano classificati come molto sicuri (triplo A, abbondantemente all'interno della fascia *investment grade*). Da più parti si auspica quindi una riforma del sistema del *rating*, anche in considerazione del fatto che le tra maggiori agenzie sono statunitensi.

La politica monetaria estremamente accomodante della Riserva federale di tassi d'interesse estremamente bassi per un periodo prolungato di tempo ha facilitato enormemente l'indebitamento tanto delle istituzioni finanziarie quanto delle famiglie, alimentando un particolare segmento del mercato dei mutui immobiliari, quello dei mutui cosiddetti *subprime*. Un prestito *subprime* si caratterizza per la particolare condizione della parte debitrice, questa infatti non sarebbe in grado di accedere al mercato dei *prime loans* e quindi ottenere tassi d'interesse di mercato, a causa di determinate condizioni reddituali, di pregresse vicende nella sua storia creditizia

---

<sup>3</sup> *The Rise of the Originate-to-Distribute Model*, FRBNY Economic Policy Review, Vitaly M. Bord e João A. C. Santos, luglio 2012

<sup>4</sup> Financial Times, 29 gennaio 2007



(insolvenze, pignoramenti, bancarotte ecc.) o della mancanza di garanzie adeguate da poter far valere. Chiaramente le condizioni di prezzo al quale questi mutui venivano accordati rifletteva la qualità del debitore, per cui si caratterizzavano per tassi d'interesse più alti della media del mercato.

Sul mercato creditizio può avvenire che si verifichi il fenomeno del razionamento del credito pure, o una sua variante detta razionamento di presso (o tasso). In sostanza si tratta di una situazione in cui il tasso atteso di rendimento di un prestito non è coerente con il tasso di interesse di mercato che viene applicato a quel mutuo, col risultato che almeno un segmento di potenziali prenditori di fondi rimane insoddisfatta nel senso che non ottiene (in tutto o in parte) i fondi richiesti anche se prenditori sarebbero disposti ad accollarsi il debito al tasso di interesse corrente.

Cioè superata una determinata soglia di tasso di interesse il rendimento che il prestatore si attende di ricevere dal finanziamento vada a diminuire invece che aumentare, per cui il rendimento atteso è direttamente proporzionale al tasso di interesse finché questo è basso, diventa inversamente proporzionale superata un certo livello. Su un grafico con rendimento atteso sull'ordinata e tasso di interesse su ascissa osserveremo funzione convessa e chiaramente il massimo di questa funzione rappresenta il maggior rendimento atteso dal prestatore.

In letteratura è presente anche una forma di razionamento detta *red-lining*<sup>5</sup>, che si verifica quando tutti i mutuatari appartenenti a certe classi di debitori con rischio elevato non ottengono alcun credito in quanto il profitto atteso della banca per il finanziamento di tali classi è negativo per qualsiasi livello del tasso di interesse.

Sempre in letteratura il fenomeno del razionamento del credito viene presentato come un fallimento del mercato al pari di problematiche indotte dalle asimmetrie informative come possono essere *moral hazard* e selezione avversa. Nel caso dei mutui a basso merito creditizio un maggiore razionamento del credito avrebbe potuto almeno in parte limitare la bolla *subprime* mettendo al riparo le banche che vi avevano investito dalle future perdite.

---

<sup>5</sup> Il termine deriva dalla pratica di alcune istituzioni finanziarie negli USA dopo la Grande Depressione di negare credito (in particolare mutui) ai residenti di particolari aree di un agglomerato urbano, contornate sulle mappe cittadine utilizzate da tali istituzioni finanziarie da una linea rossa, considerati per definizione non affidabili. Si trattava generalmente dei sobborghi abitati dalle minoranze etniche e di colore.

A guardare i dati sulla diffusione dei mutui ipotecari *subprime* pare che questi meccanismi non abbiano funzionato se tra il 2004 ed il 2006 un quinto dei mutui erogati era *subprime* mentre dal 1996 al 2004 tale quota ammontava a solo il 9%.

Probabilmente una parte di responsabilità di questo fenomeno va attribuita alla politica di *housing* adottata dal governo americano che attraverso due agenzie semigovernative, la *Federal National Mortgage Association* e la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, comunemente note come Fannie Mae e Freddie Mac rispettivamente, ha alimentato gli investimenti immobiliari. Fannie e Freddie sono due GSE, ovvero *government-sponsored enterprises*, cioè società private (*public companies*), aventi però il supporto governativo, che si traduce in una implicita garanzia sulle loro passività da parte del Tesoro americano.

La loro attività consisteva nell'investire in strumenti finanziari che avessero come sottostante dei mutui immobiliari, permettendo così alle banche commerciali di produrne di nuovi. Se all'attività di queste due agenzie aggiungiamo la pratica della *securitization* diffusasi insieme al modello *originate-and-distribute* di cui sopra, risulta evidente come le banche commerciali non avessero praticamente alcun incentivo nell'adeguare l'erogazione di mutui *subprime*, per loro natura più rischiosi dei *prime loans*, ad una politica di gestione oculata del rischio.

L'innovazione finanziaria degli ultimi dieci anni aveva creato strumenti estremamente complessi che circolavano sul mercato con grande facilità senza che fosse ben percepita la rischiosità insita in ciascun contratto. Nel processo di cartolarizzazione dei mutui *subprime* ad esempio la diffusione di MBS (*mortgage backed securities*) aumentava la distanza tra il mutuatario ed il soggetto che effettivamente sopportava il rischio di insolvenza relativo a quel particolare mutuo, così se da un lato la pratica permetteva alle banche di mobilitare grandi quantità di *asset (loans)* per ottenere liquidità sul mercato, dall'alto veniva meno un attento monitoraggio del debitore in un'ottica di prudente gestione dei rischi assunti.

Di fatto già nel 2006 l'allora Governatore Trichet metteva in guardia dalla eccessiva assunzione di rischi da parte delle istituzioni finanziarie del mercato europeo: “ *Within the euro area financial system, the main source of vulnerability in the period*

*ahead continues to centre around concerns that a global search for yield may have led investors in the euro area to underestimate or take on an excessive level of risk”<sup>6</sup>.*

I firewall posti a difesa della stabilità delle banche per prevenire un'eccessiva assunzione di rischi si sono rivelati quindi inefficaci dato che trovare una controparte che acquistasse tali mutui “impacchettati” in strumenti finanziari cartolarizzati non era difficile.

Di fronte ad una situazione con evidenti rischi sistemici, l'architettura normativa e le prassi di vigilanza si sono rivelate sia inadeguate quando sono state applicate, ma anche assenti laddove avveniva il processo di cartolarizzazione.

Nell'espone i fattori che hanno portato alla crisi finanziaria del 2007, un posto di rilievo va riservato ai comportamenti più o meno opportunistici di soggetti diversi.

Infatti il sostegno al mercato immobiliare concesso tramite le suddette agenzie semigovernative garantiva una certa popolarità per i politici tra gli elettori, dato che permetteva a molti americani di acquistare una casa, anche a chi in altre condizioni non avrebbe avuto accesso al mercato dei mutui.

Anche dal lato del management bancario vi erano incentivi che creavano distorsioni. Sia perché gli obiettivi che i vari CEO si ponevano avevano un arco temporale di breve periodo, senza che la “salute” della banca nel lungo periodo fosse perseguita come sarebbe dovuto essere; sia perché le *performance* dei manager venivano valutate in relazione a quelle ottenute dai colleghi in posizioni analoghe. Chiaramente però una valutazione sensata della redditività raggiunta non può prescindere dalla considerazione del profilo di rischiosità che quell'istituto ha scelto di sopportare per ottenere determinati livelli di profitto. Questi fattori hanno così costituito per i manager un incentivo distorto in quanto stimolava non a far emergere, come sarebbe auspicabile, le capacità manageriali di ciascuno, ma ad assumere posizioni rischiose con l'obiettivo di ottenere alti profitti nel breve periodo, a discapito di quella che dovrebbe essere una sana e prudente gestione.

Dato che molti dei mutui ipotecari di cui abbiamo discusso erano erogati a tasso variabile, anche un modesto aumento dei tassi ufficiali avrebbe potuto mettere in difficoltà i mutuatari con basso merito creditizio.

---

<sup>6</sup> BCE, Financial Stability Review, giugno 2006

In realtà gli stessi beneficiari dei mutui spesso non erano in grado di percepire compiutamente la rischiosità del contratto stipulato.

Ad esempio, nel caso dei mutui ipotecari ARM, molta gente li ha acquistati senza la reale consapevolezza di quanto il reset dei pagamenti, o il possibile aumento del tasso di interesse, avrebbe modificato le rate del mutuo. Si potrebbe in questo caso chiamare in causa la competenza finanziaria del cittadino medio, che da indagini recenti è risultata bassa anche nei paesi finanziariamente più sviluppati come gli Stati Uniti. Va detto però che i mutuatari *subprime* appartengono generalmente a fasce sociali meno istruite dove la competenza finanziaria è inferiore alla già bassa media nazionale. Tanta gente quindi, attratta dalla possibilità di comprare una casa, ha sottoscritto questi prestiti senza una reale percezione dei pericoli che potevano implicare trovandosi poi finanziariamente impreparata quando l'aumento dei *fed funds rate* ha fatto innalzare le rate dei mutui.

Ed infatti è ciò che avvenne, quando dal terzo trimestre 2004 la Fed opera una restrizione alla politica molto accomodante seguita fin lì, aumentando i tassi sui *fed funds*: se nei primi cinque mesi del 2004 il tasso si attesta sul livello dell'1%, a dicembre dello stesso anno si trova al 2,16% e salirà ancora per tutto il 2005 e gran parte del 2006<sup>7</sup>. L'impatto della fine della politica espansiva si è fatto sentire sul mercato immobiliare, i prezzi delle case, da anni in salita cominciano a scendere.

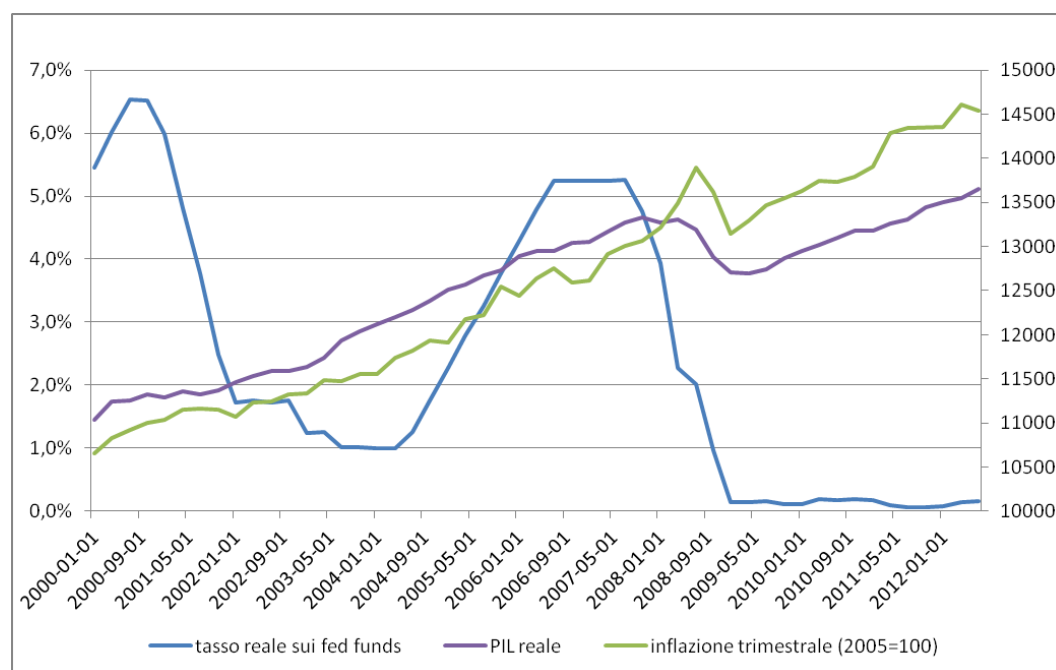
La scintilla che ha fatto crollare il castello dei mutui ipotecari è stato lo sgonfiamento della bolla immobiliare che ha prodotto grandi sofferenze nei bilanci delle società che avevano acquistato questi mutui. Ad agosto del 2007 una imponente crisi di liquidità investe i mercati monetari a livello globale mentre i prezzi delle case continuavano a scendere durante tutto il corso dell'anno portando al collasso diverse società, compresi *hedge funds* e grosse banche d'affari considerate *too big-too fail*, comprese Freddie Mac e Fannie Mae: New Century, Countrywide Financial, Bear Stearns, BNP Paribas, Northern Rock, AIG sono alcune tra le società al centro della turbolenza. A settembre del 2008 la crisi finanziaria si aggrava a seguito del più grande collasso bancario nella storia americana, Lehman Brothers non riesce a trovare un acquirente ed è costretta ad avviare le pratiche fallimentari, le borse vedono scendere le capitalizzazioni ed il governo americano inaugura in piano

---

<sup>7</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, Economic Research and Data, Federal Funds effective rate

denominato Tarp per acquistare i titoli “tossici” dalle banche. Il 3 luglio 2008 la BCE innalza i tassi di riferimento per l’ultima volta, da lì in avanti questi verranno portati al di sotto dei minimi storici, fino allo 0,75% attuale. La crisi ha ormai una portata planetaria e dai mercati finanziari si trasferisce all’economia reale portando alla recessione numerosi paesi durante il 2009, l’anno peggiore dal punto di vista della crescita economica dall’inizio della crisi.

**Grafico 1: real fed funds rate inflazione e PIL reale in USA**



Fonte: nostra elaborazione su dati Board of Governors of the Federal Reserve System, Eurostat e BCE

Dal grafico è evidente la *stance* di politica monetaria seguita dalla BCE nell’ultimo decennio: un primo forte calo del tasso a seguito della crisi provocata dallo scoppio della bolla tecnologica sui listini americani porta il *fed funds rate* su valori molto bassi per circa due anni. In questo periodo si è verificata la forte espansione del debito e la diffusione dei mutui ipotecari *subprime* all’origine delle turbolenze del 2007.

Dal primo semestre 2010 la crisi muta andando a colpire la credibilità creditizia di alcuni paesi europei che, anche con l’obiettivo di contrastare le recessione, avevano avviato programmi di spesa pubblica incrementando lo stock di debito accumulato ed inoltre presentato diversi problemi strutturali, come una cronica alta disoccupazione in Spagna o l’incapacità dell’Italia di crescere allo stesso ritmo dei suoi principali *competitors* europei. La Grecia è il primo paese ad essere colpito,

successivamente la crisi del debito sovrano contagia Irlanda, Portogallo Spagna e a metà 2011 l'Italia manifestandosi in un forte aumento del rendimento dei titoli di stato. Nel secondo semestre sia in Italia sia negli altri paesi colpiti dalle tensioni peggioravano bruscamente le condizioni di provvista all'ingrosso delle banche, il cui merito di credito veniva di fatto assimilato a quello dei rispettivi prenditori pubblici, così che si riduceva drasticamente la raccolta ottenuta dai nostri intermediari sotto forma di carta commerciale, di certificati di deposito, di prestiti interbancari e si inaridiva la raccolta obbligazionaria, soprattutto quella non garantita; le difficoltà di raccolta delle banche si sono quindi ripercosse sulle condizioni di offerta di credito, che si sono divaricate all'interno dell'area.

Dalle analisi degli effetti delle turbolenze finanziarie sull'attività bancaria in Italia nel periodo 2010-2011<sup>8</sup> emerge che l'andamento dello spread Btp-Bund esercita un'influenza significativa sia direttamente sul costo del servizio del credito e quindi sul tasso al quale vengono erogati prestiti a famiglie e imprese riflettendo la necessità delle banche di recuperare almeno in parte il costo marginale sostenuto per il *funding* sui mercati, che gli stessi volumi di credito erogati all'economia.

Questo meccanismo ha fatto da ponte tra tensioni finanziarie ed economia reale portando ad un *credit crunch* dei prestiti bancari verso imprese e famiglie.

La contrazione nell'erogazione del credito ha colpito principalmente l'erogazione dei mutui: tra il 2008 e il 2010 si è registrato un calo della percentuale di famiglie indebitate per l'acquisto della casa. All'origine del fenomeno vi sono due fattori: da un lato il calo della domanda determinato dal deterioramento dell'attività economica, dall'altro condizioni di offerta più restrittive a causa della tensioni finanziarie esposte sopra. Va detto però che queste tendenze emergono già dalle rilevazioni effettuate dalla Banca d'Italia nel 2006 e che durante la crisi si sono notevolmente intensificate.

La riduzione della frequenza di indebitamento non ha interessato con la stessa intensità il credito al consumo, per cui si osserva un aumento dell'utilizzo fra le famiglie con reddito basso.

Le disfunzioni nell'attività creditizia non si sono ovviamente risolte con la fine del 2010 ma si sono protratte per tutto il corso del 2011 fino alla prima parte del

---

<sup>8</sup> Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional papers*), "The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks", Ugo Albertazzi, Tiziano Ropele, Gabriele Sene e Federico M. Signoretti, settembre 2012

2012, ancora una volta interessando maggiormente il segmento dei mutui immobiliari<sup>9</sup>.

Per quanto riguarda il credito alle imprese, secondo il governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco<sup>10</sup> in Italia nel dicembre del 2011 la contrazione del credito alle imprese era dell'ordine di 20 miliardi mentre i tassi sui prestiti bancari alle imprese, che prima dell'estate erano in linea con i livelli osservati in Germania e nella media dell'area, li superavano rispettivamente di 1,0 e 0,7 punti percentuali.

In questa fase è stata messa a dura prova la capacità dell'assetto istituzionale europeo di contrastare l'allargamento anche ad altri stati della crisi del debito. La BCE ha da un lato fornito un contributo importante nell'approntare quegli strumenti, EFSF prima ed ESM poi, che si sono rivelati fondamentali per contrastare gli attacchi speculativi, dall'altro è stata al centro del dibattito sull'opportunità di renderla più simile alla FED permettendole di acquistare debito pubblico direttamente sul mercato primario come prestatore di ultima istanza. Attualmente la modifica della *governance* europea prevede che venga affidato alla BCE il compito di sorveglianza sulle banche che attualmente spetta alle banche centrali nazionali.

## **1. Gli strumenti tradizionali durante la crisi finanziaria**

Adottando la conduzione della politica monetaria da parte della BCE come criterio, con riferimento in particolare agli strumenti e modalità impiegati per arginare i problemi di liquidità e per assicurare il corretto funzionamento dei tradizionali canali di trasmissione, possiamo dividere la crisi in due fasi: in una prima, che va dagli avvenimenti 9 luglio 2007 sui mercati monetari fino agli inizi del 2008, la BCE si è limitata ad agire impiegando i tradizionali strumenti di cui dispone normalmente: le operazioni di mercato aperto, il coefficiente di riserva obbligatoria e la determinazione del livello dei tassi ufficiali.

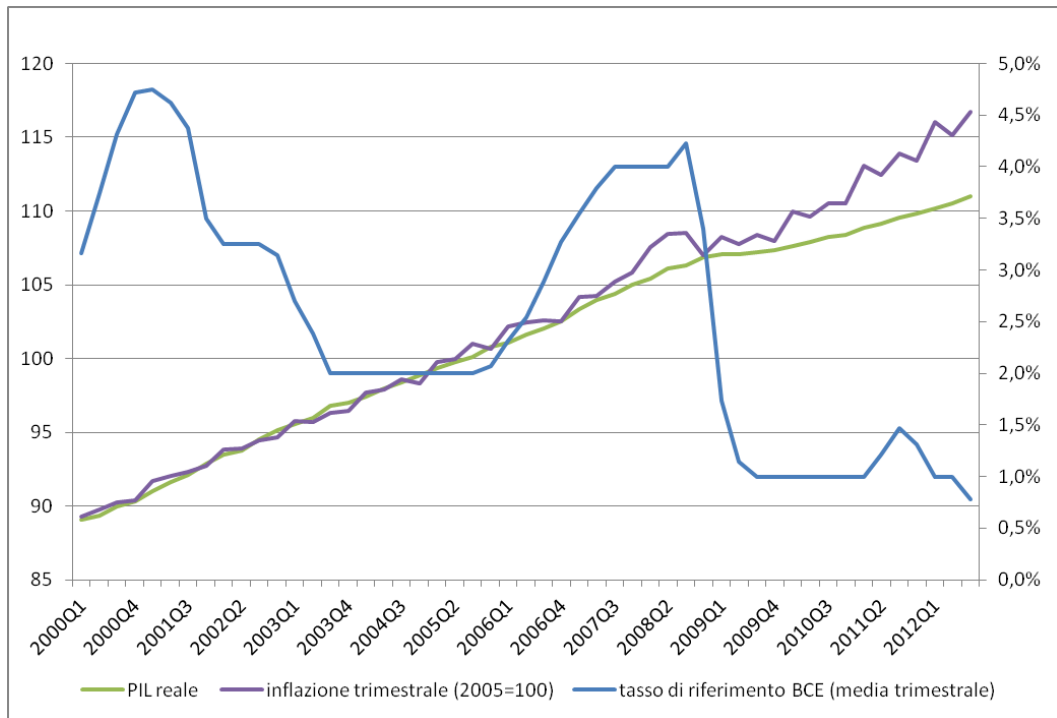
---

<sup>9</sup> Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, "L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008", Silvia Magri e Raffaella Pico, Settembre 2012

<sup>10</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

Il seguente grafico riporta il tasso di policy insieme a livello del PIL e inflazione:

**Grafico 2: tasso di rifinanziamento principale BCE, inflazione e PIL reale in Europa**



Fonte: nostra elaborazione su dati Eurostat e BCE

Dal grafico è evidente il repentino abbassamento del tasso *refi* a partire dal 2009, da quando comincia una fase di politica monetaria particolarmente espansiva con la quale la BCE contrasta le tensioni sui mercati monetari e stimola gli investimenti dell'economia reale.

Dalla fine del 2008, però, la banca centrale avverte l'inefficacia delle misure fin lì adottate per tamponare la crisi di liquidità. La gravità delle turbolenze finanziarie infatti mette a repentaglio la stessa trasmissione dalla politica monetaria, dagli impulsi forniti dal *policy maker* fino all'economia reale. I canali intermedi risultano in buona sostanza mal funzionanti e ciò impedisce al Consiglio Direttivo di operare efficacemente non solo per alleggerire le pressioni al rialzo sugli spread del mercato monetario, sospinti dalle turbolenze in atto, ma per garantire la stabilità dei prezzi, che è l'obiettivo ultimo della BCE.

Il *toolbox* della banca centrale non era più adeguato, essendo soggetto agli squilibri monetari. Serviva quindi che la BCE si adoperasse per ripristinare il corretto



funzionamento dei mercati nel traslare la politica monetaria dalle decisioni BCE all'economia. Nella seconda fase vengono così sviluppate una serie di misure innovative, tese a riportare le condizioni presenti sui mercati entro confini coerenti con un corretto trasferimento della politica monetaria.

L'impiego di questi nuove modalità di intervento della BCE, definite misure non convenzionali, verrà esaminato più avanti. In questo capitolo ci soffermiamo ad analizzare gli strumenti tradizionali.

Per analizzare il percorso fatto dalla crisi finanziaria dal suo inizio nel 2007 fino alla fine del 2012, è utile distinguere diverse fasi nella crisi stessa, che nell'arco di questo periodo è stata più o meno intensa, contagiando l'economia reale e infine trasformandosi in crisi del debito sovrano europeo:

- Una prima fase, che chiameremo delle **turbolenze finanziarie**, va dal 9 luglio 2007 fino al 15 settembre 2008, giorno della bancarotta della banca d'investimento Lehman Brothers.
- La fase caratterizzata dall'**intensificarsi della crisi** è collocabile nel periodo che va dal settembre 2008 fino alla metà circa del 2009, arco temporale in cui la crisi economico-finanziaria raggiunge il suo apice.
- Da metà 2009 ad inizio 2010 assistiamo ad un **temporaneo miglioramento**, sia sul versante finanziario che dell'economia reale.
- L'ultima fase della crisi è quella in cui assistiamo ad una trasformazione in **crisi del debito europeo**, dall'inizio del 2010 e tutt'ora in corso.

**Tabella 1: le fasi della crisi finanziaria**

	periodo	avvenimenti	Politica BCE	Politica Fed
Turbolenze finanziarie	9 agosto 2007 – bancarotta Lehman (15 settembre 2008)	– 9 agosto 2007, carenza di liquidità a livello mondiale – Si innalzano gli spread sui mercati monetari	– Tassi in rialzo a luglio 2008 – La BCE introduce le prime misure non convenzionali: LTRO e linee di <i>swap</i> in dollari	– La Fed introduce le sue prime misure non convenzionali: TAF, PDCF, TSLF e AMLF
Intensificarsi della crisi	15 settembre 2008 / metà 2009	– Bancarotta Lehman Brothers, la crisi si intensifica	– Progressiva diminuzione dei tassi – BCE introduce aste <i>fixed rate full allotment</i> , LTRO ad un anno ed inaugura il programma CBPP	– Primo programma di <i>quantitative easing</i> (QE1) – Sono introdotti i programmi TALF, CPFF, MMIFF e <i>agency-MBS purchase program</i>
Temporaneo miglioramento	Metà 2009 / inizio 2010	– I capi di Stato e di governo danno vita a EFSF e EFSM	– Il tasso di <i>policy</i> resta fisso all'1% – La BCE pone fine ad misure come le linee di <i>swap</i> ed alcune delle LTRO	– Alcune delle misure introdotte vengono ritirate in seguito ai miglioramenti sui mercati
Crisi del debito sovrano	Inizio 2010 –	– Il deficit della Grecia è più alto del previsto – Gli strumenti temporanei vengono sostituiti dall'ESM	– Dopo un primo aumento nel 2011 il tasso ufficiale torna ad abbassarsi fino allo 0,75% – Sono reintrodotte le linee di <i>swap</i> in dollari e alcune LTRO – Viene avviato il programma SMP	– La Fed introduce i programmi QE2, QE3 e QE4 e l'operazione <i>twist</i>

## 1.1. La prima fase della crisi finanziaria: le turbolenze finanziarie tra 2007 e 2008

Il 2007 è stato l'anno in cui gli squilibri originatisi nel segmento dei mutui *subprime* e che covavano da diversi anni sui mercati si sono manifestati pienamente, anche se avvisaglie della presenza di squilibri finanziari erano state date già nei mesi precedenti: la BCE aveva segnalato anomalie già a gennaio e giugno dello stesso anno<sup>11</sup>.

Nonostante la vulnerabilità dei mercati finanziari riscontrata già nei primi mesi dell'anno, nel 2007 la crescita economica dell'area Euro è stata sostenuta e si è protratta per tutto il corso dell'anno principalmente a causa del traino del mercato interno, possibile grazie a due fattori: da una parte il miglioramento nel mercato del lavoro, con un costante calo del tasso di disoccupazione dall'8,2% del 2006 al 7,4% del 2007, ha permesso di sostenere il reddito reale disponibile e, di riflesso, i consumi; inoltre le condizioni di finanziamento risultavano favorevoli e gli utili societari alti, così il flusso degli investimenti ha potuto rimanere elevato sostenendo il PIL.

La BCE ha inoltre continuato in una politica avviata nel 2005 di fornire liquidità al di sopra del volume di aggiudicazione di riferimento per contrastare evidenti pressioni al rialzo sul differenziale Eonia (tasso a brevissimo termine, massimo 24 ore, al quale sono remunerati i prestiti overnight tra banche che operano sul mercato monetario interbancario) rispetto al tasso ufficiale; normalmente infatti il tasso Eonia riflette strettamente il tasso di rifinanziamento BCE. Le uniche minacce alla stabilità dei prezzi provenivano dall'andamento del prezzo delle materie prime e dell'energia e dalla espansione di moneta e credito, cosicché il Consiglio Direttivo prevedeva rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi. Visti anche i risultati delle analisi economica e monetaria che confermavano il rischio di un eccessivo rialzo dei prezzi, il *board* della BCE dispone due aumenti dei tassi per 50 punti base complessivi tra marzo e giugno, in entrambi i casi ribadendo che la politica monetaria continuava comunque a connotarsi come accomodante anche dopo l'aumento dei tassi.

---

<sup>11</sup> Financial Times, 29 gennaio 2007; comunicato stampa BCE 15 giugno 2007

Le condizioni che si ricavano dai mercati finanziari non erano evidentemente considerate sufficienti per modificare la *stance* accomodante della politica monetaria, alla luce del fatto che le prospettive di inflazione vedevano i prezzi in rialzo. Un innalzamento dei tassi si verificherà anche ad ottobre 2008, solo una manciata di giorni prima del *crack* Lehman. Decisione che ha generato perplessità in molti, viste le condizioni dei mercati finanziari il momento in cui questi aumenti sono stati decisi.

Al riguardo bisogna ricordare che valutare l'orientamento di politica monetaria equivale a determinare se gli effetti indotti delle azioni di politica monetaria siano coerenti alla luce degli obiettivi perseguiti dalla banca centrale ed è sulla base di tale valutazione che le banche centrali calibrano i propri interventi. I suddetti aumenti dei tassi si interpretano considerando che la BCE era all'epoca focalizzata sul proprio obiettivo d'inflazione a medio termine e soltanto più avanti nella crisi dovrà impegnarsi a risolvere problemi sorti nella trasmissione delle misure di politica adottate facendo convivere il perseguimento dell'obiettivo che il mandato le affida con queste nuove necessità.

Il 9 agosto le tensioni originate dalla bolla dei mutui ipotecari di bassa qualità sfociano in una grave crisi di liquidità di rilevanza mondiale, provocando un blocco del mercato monetario che impedisce alle banche di approvvigionarsi della liquidità di cui hanno bisogno. Si diffonde così un clima di incertezza anche sulle prospettive di crescita nell'area euro per l'anno in corso. Questi restringimenti nelle condizioni di *funding*, unitamente ad un aumento dei prezzi del petrolio e al mutato clima di fiducia nell'economia, hanno spinto gli esperti BCE a rivedere al ribasso le previsioni per la crescita del PIL reale nel 2007. Le nuove prospettive per l'attività economica non hanno comunque modificato le previsioni per l'andamento dei prezzi, per le quali infatti si confermavano ancora rischi al rialzo. Nonostante questi rischi d'inflazione il Consiglio Direttivo ha preferito non intervenire con un terzo aumento dei tassi a causa proprio del nuovo clima di incertezza provocato dalle turbolenze finanziarie in atto nei mercati finanziari, ritenendo che servissero ulteriori informazioni per prendere decisioni di politica monetaria.

Nonostante i primi segnali delle gravi tensioni che covavano nei mercati si fossero già manifestati, il Consiglio Direttivo, confortato dai risultati scaturiti dall'analisi economica e monetaria, ha ritenuto che le prospettive per l'andamento dei prezzi restassero soggette a rischi al rialzo, tanto che in seguito all'innalzamento dei

tassi in giugno la BCE continuava a considerare l'orientamento della propria politica monetaria come accomodante. Gli indicatori di fiducia segnavano solo una lieve flessione causata dal nuovo contesto di incertezza e quindi di volatilità ma i livelli erano ancora coerenti con una espansione economica anche nell'ultima parte dell'anno. Insomma il *board* della BCE riteneva i fondamentali economici dell'area ancora solidi, per cui non vedeva motivo per adottare un netto cambiamento all'intonazione di politica monetaria adottata fino a quel momento; l'anno si chiude quindi con previsioni sull'attività economica rese solo leggermente meno ottimistiche rispetto a quella elaborate durante l'anno a causa degli avvenimenti registrati sul mercato della liquidità.

A partire da agosto del 2007, mese in cui la turbolenza finanziaria, iniziata nel mercato statunitense dei mutui di qualità non primaria, si è estesa al mercato monetario dell'Euroarea, il profilo della domanda di liquidità delle banche è parso mutare in quanto le banche hanno preferito soddisfare l'obbligo di riserva in fase piuttosto precoce all'interno del periodo di mantenimento. Detenendo riserve nella prima parte del periodo, le banche hanno ridotto la necessità di ottenere liquidità in quella successiva. Ciò ha indebolito il principio della sostituibilità (quasi) perfetta della liquidità – che, grazie al meccanismo di mobilitazione della riserva obbligatoria, vale di norma per qualunque coppia di giornate di uno stesso periodo di mantenimento – e il tasso overnight è divenuto più volatile. In risposta al diverso profilo della domanda di liquidità di alcuni istituti bancari, la BCE ha sostenuto l'accesso delle banche alla liquidità e il generale funzionamento del mercato monetario adeguando sia la distribuzione dell'offerta di liquidità all'interno di un medesimo periodo di mantenimento delle riserve sia le modalità di aggiudicazione della stessa al sistema bancario. Praticamente si è adeguata la distribuzione di liquidità in modo da accrescerne l'offerta nella parte iniziale del periodo, aggiudicando volumi significativamente superiori a quello di riferimento, e ridurla in quella finale, riducendo gradualmente il differenziale positivo con l'ammontare medio del periodo, senza quindi variare il volume medio offerto.

Di fatto, se prima della fase di turbolenza i saldi sui conti di riserva erano sostanzialmente corrispondenti all'ammontare richiesto per soddisfare l'obbligo di riserva durante tale fase si sono collocati su livelli ampiamente superiori al suddetto

ammontare nella prima parte del periodo di mantenimento e notevolmente inferiori allo stesso nella seconda.

In secondo luogo la scadenza media delle operazioni di mercato aperto è stata allungata, principalmente mediante l'offerta di ORLT supplementari e in parte diminuendo gli importi aggiudicati nelle operazioni di rifinanziamento a più breve termine. Ciò ha permesso alle controparti di ridurre le esigenze future di liquidità, vale a dire i "gap di liquidità", che costituiscono degli indicatori convenzionali del rischio di liquidità. Questo allungamento della *maturity* delle operazioni effettuate si è tradotto parzialmente in un maggiore impiego di ltro a 3 mesi, nel novero delle ordinarie operazioni di cui la BCE può disporre già nel periodo pre-crisi. Questa tipologia di finanziamento viene generalmente utilizzata per offrire agli intermediari liquidità a tre mesi e soddisfare l'esigenza delle controparti di rifinanziarsi presso l'Eurosistema con scadenze superiori a una settimana. Di norma, l'Eurosistema non utilizza questa tipologia di operazioni per inviare segnali al mercato e di conseguenza agisce in modo da non influenzare il tasso di interesse. Le ltro assumono quindi in genere la forma di aste a tasso variabile con volumi di aggiudicazione preannunciati.

Oltre al maggior uso di ltro a 3 mesi, le gravi tensioni finanziarie hanno spinto il *board* della BCE a sviluppare misure innovative per far sì che la scadenza media delle operazioni si allungasse ulteriormente. Nella riunione del marzo 2008 il Consiglio Direttivo introduce delle ltro a 3 mesi supplementari ed operazioni con scadenza a 6 mesi. Successivamente l'impiego di operazioni a più lungo termine si farà più massiccio, con l'introduzione di ltro a 12 mesi e 3 anni. Queste misure eccezionali verranno trattate più approfonditamente nel terzo capitolo.

Nella prima metà del 2008, pur nel nuovo contesto dominato dall'incertezza, l'analisi economica e monetaria, i due pilastri su cui si basano le decisioni di politica monetaria, prevedono ancora rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi, alimentati dai corsi delle materie prime e dall'espansione dell'aggregato monetario ampio M3. Le previsioni di crescita ipotizzavano una dinamica dell'attività economica in leggero calo, ma comunque sostenuta.

In un contesto che quindi non lasciava presagire un allentamento delle pressioni inflazionistiche verso l'alto, il Consiglio Direttivo della BCE decide in luglio un aumento del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale di 25 punti base. Nelle intenzioni del *policy maker* questo nuovo aumento dei tassi, che erano rimasti

invariati dal giugno 2007, avrebbe dovuto evitare effetti di secondo impatto<sup>12</sup> e ricondurre le aspettative sull'inflazione su livelli coerenti con l'obiettivo a medio termine della politica monetaria di un tasso vicino ma inferiore al 2%. Nei mesi precedenti infatti l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) era risultato sensibilmente superiore agli obiettivi, passando dal 3,2% di gennaio al 3,7% di maggio fino al 4% di giugno. Simili livelli di inflazione erano alimentati sia dall'aumento dei prezzi energetici e alimentari, sia da una espansione di fondo della moneta e del credito, specialmente verso imprese non finanziarie.

## **1.2. Intensificarsi della crisi: fallisce Lehman Brothers**

A metà settembre le tensioni che già serpeggiavano nei mercati finanziari subiscono una brusca impennata in seguito alla bancarotta di Lehman Brothers, banca d'affari statunitense. Questo evento ha aumentato sensibilmente i livelli di volatilità sui mercati, reso illiquidi determinati comparti e accresciuto significativamente l'avversione al rischio degli operatori. Le previsioni sulla crescita venivano così chiaramente riviste al ribasso, sia nell'area euro che al di fuori di essa, così che le aspettative di inflazione poterono diminuire, in vero grazie anche ad un più favorevole corso del prezzo di energia e materie prime. Le forti turbolenze finanziarie di metà settembre rendevano quindi obsolete le previsioni sia sulla crescita mondiale che sui livelli di inflazione, ora più pessimistiche, cosicché le BCE poté interrompere la serie di misure restrittive sui tassi che avevano caratterizzato la politica monetaria nell'anno e mezzo precedente.

Alla luce delle nuove previsioni in termini di inflazione, chiaramente non più caratterizzate da rischi al rialzo, ma tendenti nel medio periodo all'obiettivo stesso della BCE, l'8 ottobre il Consiglio Direttivo può concertare assieme alle banche centrali di USA, Canada, Regno Unito, Svezia e Svizzera un contemporaneo

---

<sup>12</sup> Per effetti di secondo impatto si intende il contributo all'aumento dell'inflazione dato da aumenti salariali concessi a seguito di precedenti aumenti inflazionistici. L'inflazione importata dal commercio di materie prime il cui prezzo è in aumento, ad esempio, potrebbe stimolare rivendicazioni salariali che, se assecondate, avrebbero come effetto quello di accelerare ulteriormente l'incremento dei prezzi, ovvero aumentare l'inflazione.

allentamento della politica monetaria tramite una diminuzione del tasso sul rifinanziamento marginale di 50 punti base. A differenza che nelle passate manovre sui tassi ufficiali, in questa occasione la BCE decide di ridurre il corridoio compreso tra il tasso sui depositi presso la banca centrale ed il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale portandolo da 200 a 100 punti base. I tassi per queste operazioni forniscono in linea di principio un limite massimo e minimo per il tasso overnight e pertanto svolgono una funzione importante per l'attuazione della politica monetaria. La riduzione del corridoio aveva l'obiettivo di agevolare ulteriormente la gestione della liquidità delle banche offrendo loro l'intermediazione della banca centrale a un prezzo inferiore al fine di alleviare le tensioni che si erano create sul mercato monetario.

L'effetto principale del restringimento del corridoio è stato un massiccio incremento del ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti: Fino all'8 ottobre il ricorso medio giornaliero ai depositi presso la banca centrale è stato di 2,5 miliardi di euro (contro 0,5 miliardi di euro nel 2007) mentre nel periodo dal 9 ottobre a fine anno, tale dato è aumentato drasticamente a 208,5 miliardi. Anche il ricorso al rifinanziamento marginale è aumentato considerevolmente passando da 0,9 a 6,7 miliardi dopo la manovra. Il restringimento del differenziale tra tasso sui depositi BCE e tasso di rifinanziamento marginale era una misura di natura temporanea, infatti è rimasta in atto fino al gennaio 2009, quando l'ampiezza del corridoio è stata riportata a 200 punti base.

Le previsioni al ribasso relativamente all'inflazione si concretizzarono quando a novembre questa si attestò al 2,1%, livello significativamente più basso rispetto ai mesi precedenti. La riduzione dell'IAPC negli ultimi 2 mesi dell'anno fu alimentata anche dal ribasso dei prezzi delle materie prime, facilitato dalla diminuzione della domanda su scala mondiale. Allo stesso tempo anche le analisi monetarie davano una diminuzione del ritmo di crescita dell'aggregato M3 del credito, così che la BCE decide 2 ulteriori diminuzioni dei tassi: una il 6 novembre per 50 punti base, e una seconda il 4 dicembre per 75 punti base.

Nei primi mesi del 2009 il sistema finanziario risultava gravemente compromesso al punto che gli impulsi di politica monetaria si rivelavano inefficaci dato il malfunzionamento dei tradizionali canali di trasmissione, le manovre della banca centrale non producevano insomma gli effetti sperati. Per ovviare a questa anomalia



il Consiglio Direttivo ha adottato misure non convenzionali supplementari nel corso dell'anno, fronteggiando in tal maniera le disfunzioni del mercato monetario e agevolando la trasmissione dei più bassi tassi di riferimento ai tassi del mercato monetario e a quelli sui prestiti bancari. Queste misure non convenzionali verranno però trattate nel terzo capitolo del lavoro mentre qui ci soffermiamo sulle decisioni sui tassi e sull'impiego degli strumenti tradizionali in possesso della BCE come le operazioni di mercato.

Durante il 2009 si è avuto un rallentamento delle pressioni inflazionistiche a causa del indebolimento dell'attività economica e quindi della domanda mondiale. Per diversi mesi l'inflazione è addirittura risultata negativa, come in luglio (-0,7%), mentre il tasso annuo di crescita dello IAPC è sceso allo 0,3%, il livello più basso dall'introduzione dell'Euro nel 1999. Accanto ad un tasso d'inflazione che viaggiava su livelli storicamente molto bassi, le aspettative di inflazione non si discostavano significativamente dell'obiettivo a medio termine della politica monetaria del 2%.

Questa diminuzione delle pressioni inflazionistiche ha lasciato spazio al Consiglio Direttivo per proseguire nell'abbassamento dei tassi di riferimento con l'obiettivo di ridurre le pressioni sui mercati finanziari e al contempo stimolare l'attività economica. Fra gennaio e maggio del 2009 infatti la BCE è intervenuto in quattro occasioni per ridurre di complessivi 150 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo all'1 per cento, un livello che nelle economie dell'area Euro non si vedeva dalla seconda guerra mondiale. In maggio il Consiglio Direttivo ha inoltre deciso di abbassare di 50 punti base il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, portandolo all'1,75 per cento, lasciando invariato allo 0,25 per cento il tasso sui depositi presso la banca centrale, riducendo così per la seconda volta il corridoio della politica monetaria da 200 a 150 punti base. La politica monetaria diviene così storicamente molto espansiva.

### **1.3. Le misure non convenzionali hanno effetto: temporaneo miglioramento sui mercati**

Nella seconda metà del 2009 proseguiva invece il sostegno al credito attraverso le misure non convenzionali introdotte che nel frattempo avevano prodotto effetti positivi sul funzionamento del mercato monetario dell'area e sulla trasmissione degli impulsi di politica monetaria in presenza di spinte inflazionistiche moderate. Proprio queste misure di natura eccezionale, che verranno in seguito analizzate più dettagliatamente, hanno svolto un ruolo cruciale nell'ambito degli interventi della BCE nella lotta alla crisi poiché hanno permesso che le modifiche operate sui tassi ufficiali, le numerose riduzioni del tasso sulle MRO e dei tassi sulle *standing facilities* operate fra gennaio e maggio, producessero gli effetti sperati, allentando le tensioni sui mercati finanziari riportandovi la normalità nonché stimolando l'attività economica.

Il ripristino del funzionamento dei canali di trasmissione è evidente ad esempio nella dinamica dei tassi bancari attivi rapportata con l'andamento dei tassi di riferimento BCE. Si vedrà che i primi sono scesi a livelli bassi riflettendo la ritrovata capacità delle banche di rifornirsi di liquidità sul mercato interbancario.

I primi segnali di stabilizzazione emergono dal recupero degli indici, segno che l'accresciuta avversione al rischio che aveva caratterizzato i mesi "post-Lehman" andava rientrando. Solo successivamente le distensioni sui mercati finanziari si rifletteranno sugli indici relativi all'economia reale. Grazie anche alle misure di stimolo fiscale e monetario messe in atto nei mesi precedenti il PIL torna a crescere, quando nel primo trimestre dell'anno si era contratto del 2,5%.

Nel secondo semestre dell'anno il tasso non viene modificato dato che considerando l'orizzonte temporale rilevante per la politica monetaria ci si attendeva un'inflazione moderata mentre le manovre della banca centrale avevano fatto sì che le aspettative di inflazione restassero ancorate all'obiettivo a medio termine della BCE. Il miglioramento nei mercati finanziari aveva permesso che i precedenti ribassi dei tassi dispiegassero i loro effetti sull'economia: i tassi attivi bancari scendevano a livelli bassi fornendo un concreto sostegno a famiglie e imprese.

L'anno si chiude con un certo grado di incertezza e la consapevolezza che il recupero di condizioni normali non sarebbe stato omogeneo, ma le previsioni vedevano nel 2010 l'anno della ripresa e della definitiva uscita dalla crisi.

Dopo la grave recessione del 2009 (PIL: -4,1%) il 2010 si apre con prospettive decisamente migliori per la ripresa dell'attività economica. Manovre di politica fiscale da parte dei governi e di politica monetaria, nonché la maggiore attività economica mondiale avevano impresso un cambio di passo alla crescita del PIL, che ha superato anche le previsioni nel primo trimestre dell'anno. Notizie positive anche dal fronte dell'inflazione: le spinte inflazionistiche sono rimaste moderate come nel 2009, mentre le aspettative continuano ad essere agganciate con l'obiettivo a medio termine della BCE. Inoltre l'insieme di misure non convenzionali introdotte nell'anno precedente aveva dato i suoi frutti ricostituendo il funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria.

Alla luce di un quadro incoraggiante il Consiglio Direttivo della banca centrale considera il corrente orientamento accomodante come adeguato alle condizioni della zona euro, decidendo così di non effettuare ulteriori manovre sui tassi ufficiali, ma di lasciarli sui livelli storicamente molto bassi su cui si trovavano; un tasso dell'1% sulle operazioni di rifinanziamento principali non si era infatti mai verificato dal 1999.

#### **1.4. Crisi del debito sovrano**

Il terzo trimestre 2010 è il momento in cui la crisi, originata sui mercati finanziari statunitensi nel segmento dei mutui *subprime* e allargatasi ai mercati finanziari e all'economia europea, cambia pelle, contagiando i titoli del debito pubblico di una serie di paesi europei che nell'affrontare la recessione avevano messo a repentaglio la sostenibilità del bilancio pubblico. Sul mercato l'avversità al rischio si riacutizza e le obbligazioni dei paesi colpiti vengono percepiti come più rischiosi, si tratta in sostanza di una crisi di fiducia da un lato verso le economie e le finanze pubbliche dei singoli paesi colpiti di assicurare stabilità al proprio debito, dall'altro verso l'adeguatezza della costruzione europea ad affrontare con determinazione tempestività ed efficacia l'eventualità che un paese dell'area possa non ripagare i propri creditori.

In realtà ciascun paese che da questo momento dovrà affrontare la “nuova” crisi presenta da tempo carenze strutturali nell’economia, oppure è soggetto ad eventi particolarmente significativi che ne incrinano la stabilità della finanza pubblica. Sono quindi cruciali fattori idiosincratici nel determinare come e quando ognuno di questi paesi finisce nella tempesta finanziaria.

Ad esempio nel caso greco, primo paese colpito, nel febbraio 2010 il neopresidente Papandreu procede ad una revisione dei conti del paese scoprendo che il deficit dell’anno precedente è ben più elevato del 5% che era stato comunicato; dalla prima analisi emerge un 12,7% del PIL, che però ad aprile viene innalzato al 13,6%. L’impatto sulla *confidence* degli investitori verso il paese dopo un evento di tale portata non può che essere traumatico, e infatti dopo pochi giorni i titoli ellenici vengono declassati a *junk bonds*.

Se la precedente crisi finanziaria si manifestava nell’anomalo aumento degli spread sul mercato monetario, stavolta sono i differenziali nei rendimenti tra titoli di Stato con riferimento al *benchmark* tedesco a segnare la gravità delle tensioni finanziarie. Non solo i rendimento dei bond ellenici raggiungono cifre non sostenibili, a seguire anche Irlanda, Portogallo, Spagna e infine Italia vedono diminuire il valore dei propri titoli sul mercato.

Nel sistema finanziario europeo il segmento dei titoli di Stato costituisce un anello nella catena di trasmissione attraverso la quale si trasmette la politica monetaria. Le disfunzioni su tale segmento sono un ostacolo al corretto svolgimento delle misure tradizionali adottate dalla BCE. La perdita di valore dei titoli pubblici infatti colpiva direttamente nei bilanci bancari gli istituti che ne detenevano un quantità e ciò ha deteriorato la capacità di queste banche di finanziarsi sul mercato. L’andamento del prezzo dei bond era quindi correlato con la “salute” dei bilanci bancari di riferimento. Nel caso italiano ad esempio un aumento dello *spread* Btp-Bund si rifletteva immediatamente sui corsi borsistici, dato che una grossa parte della capitalizzazione di Piazza Affari è costituita da istituti di credito.

Di fronte a queste difficoltà ritorna necessario il ruolo della BCE nel fornire liquidità al sistema finanziario in sostituzione del mercato interbancario, di nuovo prosciugatosi.

Per contrastare un ritorno delle tensioni finanziarie che si è manifestato nel mese di maggio la BCE ha quindi deciso di agire tramite delle manovre sulle misure non

convenzionali, rimuovendone alcune nella prima parte dell'anno, e reintroducendone altre successivamente. Verso la fine dell'anno le aspettative di stabilità dei prezzi che avevano permesso di lasciare a lungo stabilmente bassi i tassi ufficiali, lasciano il posto a previsioni di rischi al rialzo per i prezzi, principalmente a causa dei corsi delle materie prime, energetiche e non, e dell'effetto delle manovre di risanamento dei conti pubblici sui prezzi dei prodotti tramite un aumento delle imposte indirette. I tassi ufficiali resteranno comunque invariati durante tutto il corso dell'anno. L'analisi economica e monetaria hanno confermato i rischi inflazionistici nel 2011, per questo tra aprile e luglio il Consiglio Direttivo delibera due aumenti nel tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale per un totale di 50 punti ad 1,50%.

L'aggravarsi della crisi creca e il contagio anche di altri paesi come l'Italia nel corso dell'estate avevano ormai minato la possibilità di una ripresa duratura, ripresa che si attendeva già dall'anno precedente. Le diffidenze sui conti pubblici influenzavano anche la capacità delle banche di quel paese di finanziarsi sui mercati e quindi di poter offrire bassi tassi attivi dal momento che lo spread sovrano fa da benchmark per lo spread applicato agli istituti di credito. Questo meccanismo aggravava le asimmetrie tra le varie economie europee. Ad alcune infatti, quelle che non erano colpite dalla crisi di fiducia verso i conti pubblici, arrivavano gli effetti delle decisioni di politica monetaria e potevano quindi finanziare le imprese a tassi più competitivi di quelli spuntati dalle imprese concorrenti nei paesi che invece avevano un alto spread con titolo tedesco. La divergenza non riguardava quindi soltanto la sostenibilità dei debiti pubblici, messa a repentaglio dalla spirale ascendente del pagamento degli interessi, ma anche l'economia reale attraverso il canale del tasso di interesse applicato a famiglie e imprese.

Alla luce del nuovo contesto le previsioni sulla crescita dell'area Euro vengono riviste al ribasso, come riflesso dell'incapacità del sistema finanziario di finanziare adeguatamente l'economia fiaccando l'attività economica. Di conseguenza anche le pressioni inflazionistiche sia a livello europeo che mondiale dovute alla domanda si riducono lasciando spazio al *board* BCE per riportare il tasso ufficiale all'1% in due riduzioni da 25 punti.

## CAPITOLO 2

### UN CONFRONTO INTERNAZIONALE: LA POLITICA MONETARIA DELLA *FEDERAL RESERVE*

Analizzando gli obiettivi che Banca Centrale Europea e Federal Reserve sono tenute a perseguire emergono non poche differenze tra le due banche centrali. La sezione 2A del Federal Reserve Act, legge costitutiva del Federal Reserve System, recita testualmente: *“The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.”* Pieno impiego, stabilità dei prezzi e dei tassi di interesse sono quindi gli obiettivi che devono guidare l'assunzione di decisioni da parte del FOMC, organo decisionale della Fed. La banca centrale americana deve quindi trovare un punto d'equilibrio nel decidere quale o quali obiettivi meritano d'essere perseguiti di volta in volta, assegnando a ciascuno una determinata priorità in base alla contingenza. Nell'ambito dell'architettura istituzionale europea, il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea assegna alla BCE il suo obiettivo primario, ovvero quello del mantenimento della stabilità dei prezzi: *“L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali, è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nell'Unione al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione”*. C'è così una netta predominanza nel perseguimento della stabilità dei prezzi, e qualsiasi altro obiettivo, come il livello dell'output o dell'occupazione, può essere perseguito solo secondariamente e subordinatamente al controllo dell'inflazione.

La tabella mostra la velocità di reazione dei due tassi di interesse a un determinato shock definito come la quota di aggiustamento che si è completata dopo sei mesi, un anno e due anni.

**Tabella 2: differenti reazioni a shock inflazionistici e nell'output**

Risposta del tasso d'interesse	area Euro			Stati Uniti		
	6 mesi	1 anno	2 anni	6 mesi	1 anno	2 anni
ad uno shock inflazionistico	22%	40%	76%	22%	42%	75%
ad uno shock nell'output	4.8%	12%	30%	16%	41%	92%

Fonte: Grégory Leveuge and Alexis Penot, "The Fed and the ECB: Why such an apparent difference in reactivity?", 2008

La differenza più marcata riguarda una variazione nell'output, alla quale le due banche centrali reagiscono con diversa solerzia, mentre nel caso di uno shock inflazionistico la risposta è simile per i due tassi, coerentemente con gli obiettivi sopra esposti.

Questa differenza istituzionale tra le due banche centrali ha un riflesso anche nelle modalità operative impiegate in tempi normali così come in tempi di crisi. Le misure non convenzionali adottate dalla Fed infatti si differenziano da quelle targate BCE.

La banca centrale americana è stata spinta a fare ricorso a misure non convenzionali non solo dalla gravità della crisi finanziaria, ma anche dal fatto che aveva esaurito gli altri strumenti tradizionali a sua disposizione dal momento che il tasso sui *fed funds* è stato presto portato a ridosso del suo limite inferiore. Bernanke e Reinhart (2004) mostrano come in questa situazione una banca centrale a tre possibili strategie da seguire per stimolare l'economia senza operare sul tasso di *policy*: può indurre gli investitori a credere che il futuro tassi a breve sarà tenuto più basso di quanto credono correntemente, può modificare la composizione del bilancio della banca modificando l'offerta di titoli, oppure aumentare le dimensioni del bilancio, cioè scegliere la strada del *quantitative easing*.

Vedremo che durante la crisi finanziaria la Fed si è messo entro queste tre possibilità.

Cominciamo fornendo un quadro delle *non-standard measures* di cui si è avvalsa la Federal Reserve durante la crisi finanziaria.

## 1. Le misure adottate della Riserve Federale

Sia sul mercato europeo che in quello statunitense le misure tradizionali di intervento hanno presto mostrato i propri limiti di fronte ad una crisi particolarmente insidiosa.

Negli USA si palesò presto l'inefficacia degli strumenti tradizionali nel riportare ordine tra gli operatori, la fornitura di liquidità a istituti e banche primarie non sarebbe stata sufficiente ad evitare il collasso del sistema finanziario. Negli USA i mercati bancari non sono predominanti, e su quelli non bancari la liquidità si è presto prosciugata, con gli spread sul mercato monetario in netto rialzo.

Nel caso americano vi è un ulteriore fattore che ha costretto la banca centrale ad una politica diversa da quella tradizionale, si tratta del livello raggiunto dal tasso obiettivo della Fed, ovvero il *Fed funds rate*, che durante la crisi ha avvicinato il limite inferiore di zero, limite oltre il quale non può ovviamente spingersi la politica monetaria.

La Federal Reserve ha così elaborato strumenti innovativi, non utilizzati in precedenza, per alleviare le tensioni sorte sul mercato monetario e mitigarne gli effetti sull'economia reale e l'andamento dell'inflazione. Strumenti che vennero dapprima introdotti in una prima fase della crisi, quella che va dalle turbolenze finanziarie del 9 luglio 2007 a metà settembre 2008, e successivamente potenziati dopo che la situazione precipitò a seguito della bancarotta Lehman.

Nel corso del 2007 la Fed ha ampliato l'ammontare di liquidità disponibile attraverso il canale della *discount window*, per venire incontro alle esigenze di liquidità degli istituti finanziari, dal momento che anche negli USA, similmente a quanto successo in Europa, il mercato interbancario aveva smesso di svolgere la sua funzione nel regolare i flussi di liquidità tra gli operatori sul mercato.

Dal 2003 la *discount window* prevede tre *standing facility*: un *primary credit* erogato ad un tasso superiore al *fed funds rate* e diretto ad istituti finanziariamente sani. Si tratta di uno strumento di supporto e non di una regolare fonte di finanziamento.

Vi è poi il *secondary credit*, concesso a società non idonee ad ottenere credito primario perché presentano difficoltà finanziarie. I fondi sono erogati ad un tasso penalizzante, 50 punti base più alto rispetto a quello sul *primary credit*. Il ricorso a



questo strumento deve essere funzionale a supportare l'istituto che lo richiede nel riacquisire la capacità di finanziarsi regolarmente sul mercato.

Vi è poi una linea di credito dedicata ai piccoli istituti che presentano fluttuazioni stagionali nei bisogni di liquidità, chiamato *seasonal credit rate*.

L'ampliamento del credito disponibile alla *discount window* non si è rivelato efficace nel contrastare le disfunzioni presenti sui mercati in quanto gli istituti si sono rivelati riluttanti nel farvi ricorso. Come abbiamo visto la finestra di sconto della Fed può essere usata in caso i cui un soggetto abbia problemi finanziari, per cui se tra gli operatori si diffondesse la notizia che un particolare istituto ha fatto ricorso alla *discount window* potrebbe essere compromessa la sua capacità di rifornirsi di liquidità sul mercato interbancario non trovando controparti con cui scambiare fondi provocando una crisi di liquidità, tanto più se sul mercato le condizioni di finanziamento si sono già fatte restrittive a seguito di un pesante calo di fiducia tra gli operatori. La Fed ha dovuto così elaborare uno strumento alternativo, il TAF.

*Term Auction Facility* (TAF): il programma ha permesso alla Fed di erogare prestiti con un'efficacia maggiore rispetto a quanto avrebbe potuto fare tramite operazioni di mercato aperto. Attraverso il TAF la Fed può raggiungere una platea più vasta di controparti cui prestare fondi ed accettare una più ampia gamma di *asset* come collaterale.

I prestiti, a 28 e successivamente 84 giorni, vengono concessi soltanto ad istituti di deposito finanziariamente sani attraverso apposite aste condotte dall'autorità preposta alla gestione della *discount window* e sono completamente collateralizzati.

Il TAF ha permesso di aumentare la liquidità sui mercati riuscendo ad evitare gli effetti indesiderati che avrebbe comportato un ricorso alla *discount window*.

*Commercial Paper funding Facility* (CPFF): i *commercial paper* sono strumenti del mercato monetario emessi dalle imprese con una scadenza massima di 270 giorni, anche se negli USA le scadenze più frequenti sono tra i 20 e i 40 giorni. Generalmente la liquidità ottenuta tramite questi strumenti viene impiegata per finanziare prestiti al consumo.

Quello dei *commercial paper* è uno dei segmenti di mercato che si sono depressi nel corso della crisi finanziaria, in particolare dal settembre 2008. I rendimenti dei titoli a più lungo termine hanno raggiunto livelli molto elevati e gli emittenti si trovavano a

dover continuamente rifinanziare i *commercial paper* emessi. Essendo questi uno strumento largamente impiegato dalle imprese per finanziarsi, la caduta del loro valore ha impedito a molte società di ottenere credito a condizioni accettabili sul mercato dei capitali.

La Federal Reserve non interviene direttamente, ma lo fa attraverso un'apposita società creata ad *hoc*, la CPFF LLC (*Limited Liability Company*). La Federal Reserve Bank di New York eroga prestiti con scadenza trimestrale alla CPFF LLC, questa usa i fondi per acquistare direttamente i *commercial paper*.

La CPFF LLC è stata sciolta nell'agosto 2010 e tutti i prestiti concessigli sono stati pienamente ripagati.

*Central Bank Liquidity Swap lines*: il dollaro costituisce valuta di riferimento a livello globale, per cui delle anomalie sui mercati finanziari anche non statunitensi relativamente al dollaro possono ripercuotersi negativamente anche all'interno degli USA.

Per far rientrare queste tensioni la Fed ha avviato delle linee di swap con diverse banche centrali, tra cui la BCE, che permette loro di attingere dalla liquidità della banca centrale americana per erogare liquidità in dollari alle istituzioni finanziarie del proprio paese. L'accordo prevede che la banca straniera acquisti dollari in cambio di liquidità nella sua valuta ad un determinato tasso di cambio; lo stesso cambio viene mantenuto nella seconda fase dell'accordo che prevede il *buy-back* delle rispettive somme di denaro. In tal modo entrambe le controparti non sopportano alcun rischio di cambio. Sull'operazione dell'accordo vengono pagati interessi, per cui alla data prestabilita del *buy-back*, che può essere dal giorno fino a tre mesi più tardi, la banca centrale estera paga gli interessi alla Fed. Quest'ultima in particolare non sopporta neanche il rischio associato al prestito che la controparte estera concederà ad un istituto della propria giurisdizione in virtù dei dollari ottenuti dato che nello *swap agreement* entrano solo le due banche centrali. Sarà quindi esclusivamente quella straniera a sopportare il rischio di credito relativo ai dollari erogati ai propri istituti.

Il FOMC (*Federal Open Market Committee*, organo che riunisce il Board of Governors, il governatore della Federal Reserve Bank di New York e quattro governatori delle restanti Reserve Bank) ha autorizzato accordi di *swap* con 14 banche centrali estere tra il 2007 e il 2008.

Nel corso del 2010 però di fronte al riemergere delle tensioni finanziarie ulteriori accordi sono stati avviati con cinque controparti e prorogati diverse volte.

Nell'aprile del 2009 la Fed ha stretto accordi con banche centrali estere per acquisire liquidità in valuta estera da erogare ai propri istituti, analogamente a quanto si era già sperimentato con le linee di *swap* in dollari. Queste prime linee non vennero però sfruttate, la Fed non ha mai attinto alla liquidità messa a disposizione.

Nel novembre 2011 il FOMC ha autorizzato nuovi accordi di *swap* in valuta estera, anche in questo caso la linea non è stata attivata almeno fino a dicembre 2012.

*Agency Mortgage-Backed Securities (MBS) Purchase Program*: la Fed aveva risposto alla crisi finanziaria dapprima cambiando la *stance* della politica monetaria in accomodante, abbassando in più riprese il tasso sui *Fed funds* portandolo molto vicino a zero. Raggiunto il limite inferiore ha dovuto elaborare strumenti alternativi per tamponare le turbolenze sui mercati finanziari con maggiore efficacia. La banca centrale ha voluto fornire nuovi stimoli di politica monetaria attraverso l'ampliamento degli strumenti di debito a lungo termine presenti nel proprio bilancio, anche attraverso l'acquisto di titoli a reddito fisso come gli MBS. L'intento era quello di abbassare il rendimento dei titoli a lungo termine ristabilendo normali condizioni di finanziamento sul mercato.

L'acquisto ha riguardato anche un particolare tipo di titoli, gli *agency-MBS*, cioè *securities* detenuti da agenzie semigovernative catalogate come GSE, ovvero *Government-sponsored Enterprises* tra cui Fannie Mae e Freddie Mac che come abbiamo visto nel I capitolo avevano mandato di finanziare il mercato immobiliare USA, contribuendo a creare la bolla *subprime* per ritrovarsi poi coi una gran massa di titoli spazzatura in bilancio quando le quotazioni sono crollate insieme alla *confidence* tra gli operatori.

Dal punto di vista operativo il programma è stato condotto ampliando il SOMA (*System Open Market Account*), cioè il portafoglio di *T-bill* e *agency securities* della Fed, attraverso le consuete operazioni di mercato aperto, la cui conduzione è demandata alla Federal Reserve Bank di New York, braccio operativo del FRS.

*ABCP (Asset Backed Commercial Paper) Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF)*: una *Asset-backed commercial paper* (ABCP) è un particolare tipo di *commercial paper* garantito da *asset* finanziari, emesso da banche o altre istituzioni finanziarie, ha una *maturity* breve, in genere da 90 a 180 giorni.

Un *Money Market Mutual Fund* (MMMF) un *mutual fund* è un fondo di investimento comune che veicola i finanziamenti raccolti investendoli in fondi pensioni, amministrazioni locali ed altre attività. Durante la crisi questi fondi hanno dovuto far fronte alle richieste di disinvestimento da parte dei clienti cedendo parte delle attività in un mercato illiquido, mettendo in pericolo la sostenibilità finanziaria.

Il programma è inteso ad acquistare *asset-backed commercial paper* presenti nei bilanci di MMMFs favorendone la liquidazione a prezzi tali da non compromettere la stabilità dei fondi, e sostenere la liquidità sul mercato monetario più in generale.

È facile intuire come una cessione in massa di ABCPs da parte dei MMMFs ne avrebbe depresso il mercato abbattendone il valore, i fondi avrebbero prodotto ingenti perdite spingendo ulteriori investitori al disinvestimento in una spirale ad effetto domino che porta al collasso delle società che ne sono coinvolte. Uno scenario di questo tipo, che rispecchia il fenomeno del *bank run* relativo agli istituti di credito<sup>13</sup>, può essere evitato tramite un intervento esterno, da parte del governo o appunto della banca centrale.

Il programma prevede che la Fed fornisca *unrecourse loan*<sup>14</sup> ad una serie di soggetti, tra cui istituti di deposito, *broker, dealer*, filiali di banche straniere, affinché acquistino con i fondi ricevuti gli ABCPs dagli MMMFs, fornendo questi ultimi di liquidità, dato che sono i destinatari del programma.

Questo strumento è partito nel settembre 2008 e si è concluso a febbraio 2010.

---

<sup>13</sup> Recentemente un caso di *bank run* ha coinvolto la banca inglese Northern Rock, che, coinvolta dalla crisi sul mercato monetario nel 2007, è passata nel 2008 sotto il controllo pubblico, per essere poi di nuovo ceduta a privati

<sup>14</sup> Gli *unrecourse loan* sono prestiti garantiti da collaterale in cui nessuna delle due controparti sopporta il rischio di perdita del capitale in quanto il prestatore può rivalersi soltanto sul collaterale posto a garanzia del prestito. Nel caso degli strumenti della Fed che prevedono il ricorso a *nonrecourse loan*, il prestatore perde il *nonrecourse status* se viola l'accordo sottostante il prestito, ad esempio travisando la sua idoneità al prestito.

*Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF): introdotto per rifornire di liquidità il mercato monetario dei *mutual funds*, il programma mirava ad incrementare la loro capacità di rimborsare i prestiti e far tornare gli investitori sul mercato monetario.

Il MMIFF è uno strumento complementare al programma AMLF ed è pensato per un obiettivo con esso coerente, ovvero di aumentare la liquidità nella disponibilità dei *mutual funds*.

*Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF): gli *Asset backed Securities* (ABS) sono strumenti derivati che individuano diverse tipologia di crediti, dal prestito al consumo a quello concesso a studenti fino al prestito tramite carta di credito.

Gli ABS sono utili nel finanziare famiglie e imprese, e costituiscono uno dei segmenti colpito dalla crisi nel 2008. Le quotazioni di queste attività sono crollate mettendo in difficoltà i bilanci degli istituti che li detenevano.

La Fed è intervenuta con un apposito programma (TALF), condotto in cooperazione con lo *U.S. Department of Treasury*, attraverso il quale concede *unrecourse loan* agli istituti che hanno in bilancio ABS in modo da aumentarne la domanda e stimolare l'emissione di nuovi strumenti assicurando un flusso di credito all'economia. Per favorire un'ampia partecipazione al programma si concedono prestiti a qualsiasi società statunitense che abbia adeguate garanzie. Queste costituiscono il canale attraverso cui la liquidità fluisce al mercato ed agli emittenti di ABS, che sono i veri beneficiari del programma.

*Primary Dealer Credit Facility* (PDCF): I *primary dealer* sono banche, *dealer* e *broker* che sono ammesse come controparti della Fed nelle aste delle *open market operations*, per cui hanno un ruolo chiave nel rifornire il mercato della liquidità ottenuta dalla banca centrale.

Il programma funziona in modo analogo alla modalità con cui la *discount window* concede prestiti agli istituti di deposito, ai *primary dealer* viene erogata liquidità overnight quando il mercato monetario si è prosciugato a tal punto che non ve è più possibilità per le banche di finanziarsi.

I prestiti erogati nell'ambito del programma sono completamente collateralizzati, e inizialmente gli *asset* ammissibili erano ristretti ai titoli classificati *investment-grade*.

Successivamente per dare una maggiore efficacia al programma il *set* di attività eleggibili è stato ampliato.

*Term Securities Lending Facility* (TSLF) e *TSLF Option Program* (TOP): I *primary dealer* utilizzano titoli di cui dispongono per ottenere fondi ponendoli in garanzia. Se sul mercato quei titoli perdono valore la capacità dei soggetti che li possiedono di ottenere finanziamenti chiaramente si riduce. È ciò che è successo sul mercato europeo relativamente all'andamento degli spread sovrani ed ai titoli di Stato detenuti dal settore bancario ed anche nei mercati USA durante il biennio 2007-2008.

I *primary dealer* hanno così riscontrato un irrigidimento nelle condizioni di *funding*, tamponato dai programmi di intervento della banca centrale. Il programma TSLF prevede il prestito a *primary dealer* di titoli del Tesoro americano relativamente liquidi per un mese in cambio di titoli di altro genere e meno liquidi. In una prima asta il collaterale eleggibile comprendeva titoli di Stato USA, *agency securities*<sup>15</sup> e *agency-MBS*<sup>16</sup>, mentre in una seconda erano compresi anche altri titoli con *rating*.

Il programma TOP mira ad offrire ulteriore liquidità durante i periodi in cui le tensioni finanziarie erano maggiori, ovvero nei giorni che chiudevano il trimestre. Il programma permetteva ai *primary dealer* di attingere ai prestiti TSLF in una determinata data futura.

Dal marzo 2009 la Fed ha avviato programmi di *quantitative easing* per l'acquisto di titoli del tesoro americano.

Il primo programma di *quantitative easing*, chiamato **QE1**, è stato lanciato nel novembre del 2008 e in una prima fase prevedeva l'acquisto di 600 miliardi in MBS e del debito di diverse GSE per 100 miliardi. L'obiettivo era quello di sostenere il mercato immobiliare che stava collassando assieme al segmento dei mutui *subprime*.

Nel marzo del 2009 la Fed ha annunciato nuovi acquisti di MBS e di debito di Fannie Mae e Freddie Mac, ma anche di titoli del tesoro americano per 300 miliardi. L'impatto di questo programma sul bilancio della banca centrale è stato notevole, portando le attività a 2100 miliardi di dollari.

---

<sup>15</sup> Titoli emessi o garantiti da agenzie federali USA o *government sponsored enterprises* (GSE)

<sup>16</sup> MBS emessi o garantiti agenzie federali USA o *government sponsored enterprises* (GSE)

Nonostante il forte impegno della Fed le banche non impiegarono la liquidità ricevuta per finanziare l'economia, quanto piuttosto per migliorare i coefficienti patrimoniali o tamponare le perdite subite sugli MBS in bilancio. La Fed ha così annunciato acquisti di titoli pubblici per 30 miliardi al mese in modo da rendere questi meno convenienti e spostare gli investimenti sui titoli del mercato immobiliare.

Questo primo *quantitative easing* non è stato un completo successo a causa del fatto che le banche non avevano aumentato i prestiti all'economia, anche perché dal 2007 avevano reso più stringenti i criteri con cui concedevano credito.

Si è così reso necessario un secondo programma, detto **QE2**, col quale la Fed intendeva creare moderate aspettative inflazionistiche che avrebbero stimolato la domanda e quindi la crescita economica. Previsioni di rialzo dei prezzi spingono infatti ad anticipare l'acquisto per evitare di dover pagare prezzi inflazionati. Questo intervento resta comunque coerente con l'obiettivo di controllare l'inflazione in quanto in periodi di crescita fiacca il pericolo diventa la deflazione, che avendo effetti opposti sulla domanda metterebbe in pericolo qualsiasi ripresa dell'attività economica.

Nell'ambito del programma dal novembre 2010 al giugno 2011 la Fed ha acquistato 600 miliardi in titoli del tesoro.

Normalmente la banca centrale alla vendita di *T-bills* a breve termine acquista altrettanti titoli a breve. Nel settembre 2011 la Fed annuncia l'**operazione Twist** che consiste nel sostituire i titoli pubblici a breve con quelli a lungo termine in modo da abbassare i rendimenti relativi all'ultimo tratto della curva attraverso il *portfolio balance channel*. In pratica ogni mese la banca centrale cambiava composizione al proprio bilancio vendendo *Treasuries* a breve termine per 45 miliardi e ne ricomprava per un uguale ammontare ma a più lungo termine. I tassi di rendimento dei *T-bills* a 10 anni fanno da benchmark per i prestiti a tassi fissi, compresi quelli ipotecari, per cui abbassando i primi si intendeva rendere i prestiti al settore immobiliare, ma più in generale al consumo, più convenienti. La politica monetaria si è rivelata efficace nel far spostare gli investimenti dai *Treasuries*, sicuri ma ormai avevano un rendimento estremamente basso, verso strumenti alternativi che avessero un impatto maggiormente positivo sull'economia reale.

Con l'avvio di un terzo programma di *quantitative easing*, il **QE3**, la Fed focalizza i propri sforzi sull'obiettivo della creazione di nuovi posti di lavoro. Lo stesso

presidente Bernanke ammette che la politica monetaria particolarmente espansiva resterà invariata finché non saranno raggiunti determinati obiettivi di crescita, anche in termini occupazionali.

Gli acquisti vengono avviati nel settembre 2012 e saranno diretti ad MBS per 40 miliardi al mese detenuti dalle banche centrali del sistema federale e si sono conclusi a dicembre dello stesso anno. In questo periodo la banca centrale ha continuato negli acquisti di titoli a lungo termine previsti nell'ambito dell'operazione *twist*.

Contestualmente all'annuncio di un quarto programma di allentamento monetario, il **QE4**, Bernanke si è spinto fino ad annunciare espliciti obiettivi in termini di disoccupazione ed inflazione: 6,5% la prima e oltre 2,5% la seconda.

La principale differenza con QE3 è che l'operazione *twist* viene chiusa; la Fed acquisterà 85 miliardi di dollari di MBS e *Treasuries* a lungo termine durante il 2013, e il basso tasso sui *fed funds* resterà tale fino al 2015.

## **2. Politiche non convenzionali a confronto: Fed e BCE**

L'obiettivo di molti degli interventi di acquisto di titoli della Fed nel periodo di crisi sui mercati è stato quello di ristabilire un tasso a lungo termine su livelli normali, più bassi rispetto ai picchi che aveva raggiunto in seguito alle turbolenze finanziarie. L'intuizione che giustifica un simile operato è che i tassi che maggiormente influenzano l'economia reale, e quindi il "tratto" finale nella trasmissione della politica monetaria, sono proprio quelli a lungo termine.

Tramite gli effetti che può produrre sul prezzo delle attività finanziarie, infatti, la politica monetaria è in grado di influenzare l'economia. In un primo stadio del canale di trasmissione un impulso in senso espansivo del *policy maker* influenza le condizioni presenti sul mercato monetario riducendone i rendimenti. Si mette in moto un meccanismo strettamente dipendente dalle scelte di portafoglio dei soggetti sul mercato, i quali sposteranno gli investimenti verso strumenti con *maturity* più lunga, più redditizi, andando a modificare la struttura a termine dei tassi di interesse. Questo meccanismo opera sia verticalmente, cioè tra strumenti analoghi ma con diverse scadenze, che trasversalmente, ovvero tramite la sostituibilità tra attività finanziarie di diverso tipo ma con medesima scadenza. Una manovra sul mercato monetario si



traduce così in un aumento dei prezzi anche dei titoli di debito a più lungo termine. Gli effetti di questo meccanismo si manifesteranno anche sui corsi del mercato azionario, i quali miglioreranno concludendo la prima fase della trasmissione.

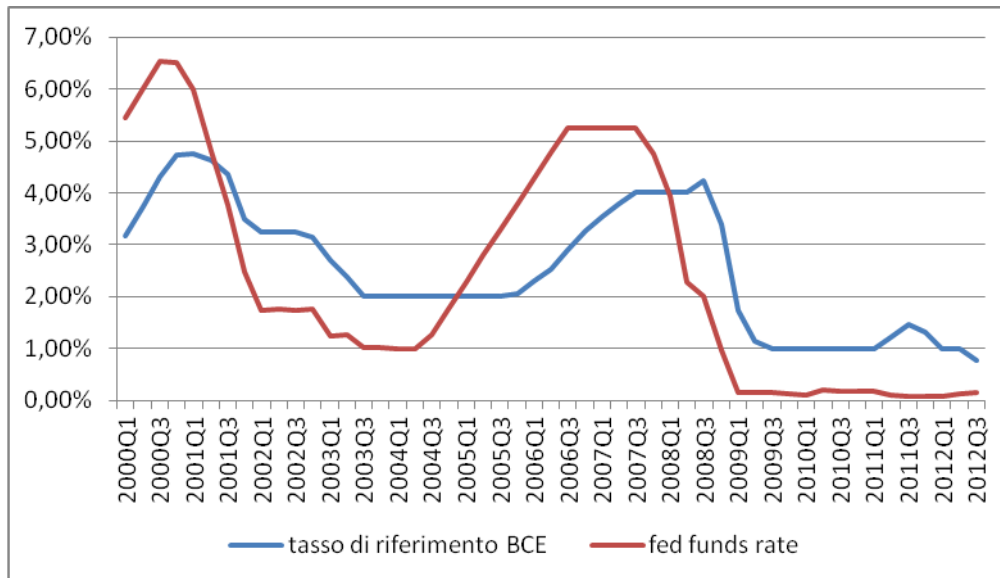
A questo punto posso essere distinti due canali che grazie alla variazione registrate sui mercati azionari migliorano le condizioni dell'economia reale: un effetto ricchezza, ed un effetto relativo alla variabile "q" di Tobin.

Nel primo caso i detentori di attività azionarie vedranno aumentare la propria ricchezza dato che il capitale in loro possesso vale ora di più. Ipotizzando per gli individui un certo target di ricchezza desiderato, questi potrebbero ora percepire il maggior valore del capitale come un aumento permanente del reddito e quindi decidere di ridurre il tasso di risparmio aumentando il consumo, con effetti positivi sulla domanda aggregata.

La variazione dei corsi azionari ha ovviamente ripercussioni anche sulle capacità delle società quotate di finanziarsi sul mercato. Definiamo q il rapporto tra valore di mercato di una impresa ed il costo di sostituzione del suo capitale. Se questo rapporto è alto, ovvero il valore delle azione dell'impresa è elevato, per cui sarebbe possibile emettere nuove azioni ad un prezzo relativamente alto rispetto agli investimenti programmati per rimpiazzare il capitale aziendale. Una "q" bassa, al contrario, indica che le risorse che possono essere raccolte sul mercato sarebbero poche in relazione al costo di sostituzione del capitale. In pratica il buona andamento dei corsi azionari rende più conveniente intraprendere progetti d'investimenti dato che ci si può finanziare sul mercato a condizioni favorevoli.

Relativamente alla politica monetaria tradizionale le due banche centrali in questione si sono comportate in modo analogo nel gestire i rispettivi tassi:

**Grafico 3: tassi di *policy* di Fed e BCE**



Fonte: nostra elaborazione su dati Board of Governors of the Federal Reserve System e BCE

Il tasso ufficiale BCE segue l'andamento del *fed funds rate* con un certo ritardo; è visibile il periodo tra 2001 e 2005 circa in cui i bassi tassi di interesse hanno alimentato il forte aumento del *leverage*, il successivo aumento che ha fatto sgonfiare la bolla *subprime* e avviato la fase di instabilità finanziaria. Dal 2008 una politica monetaria estremamente accomodante da ambo le parti dell'Atlantico portano i tassi ai minimi storici per contrastare gli effetti della recessione.

Più interessante è analizzare le misure non convenzionali delle due banche centrali.

Sia la Fed che la BCE hanno dovuto affiancare alle tradizionali misure di politica monetaria basate sulle manovre sui tassi ufficiali, ulteriori strumenti non convenzionali volti principalmente a ripristinare il corretto funzionamento della politica monetaria e a riportare sui mercati finanziari a funzionare correttamente. In entrambi i casi ad esempio la banca centrale ha dovuto supplire alla incapacità dei rispettivi mercati interbancari di allocare i vari surplus di liquidità alle istituzioni in deficit, sobbarcandosi dell'onere di sostenere gli istituti che potevano presentare problemi di liquidità.

La specifica formulazione delle varie misure non convenzionali riflette però caratteristiche intrinseche delle rispettive economie ed in particolare il peso relativo dei mercati nei rispettivi sistemi finanziari. In Europa la gran parte dei finanziamenti ottenuti dalle società non finanziarie viene intermediato dal settore bancario, anche se questo fenomeno non si presenta in maniere omogenea in tutte le economie dell'area ma è più accentuato in alcuni paesi come l'Italia, mentre il finanziamento attraverso il mercato dei capitali occupa una posizione secondaria. Nell'Euro area circa il 70% dei finanziamenti alle imprese proviene dai canali bancari, il resto è raccolto sul mercato dei capitali; questa percentuale scende al 20% circa per le imprese statunitensi. La BCE ha quindi privilegiato l'erogazione di liquidità alle banche al fine di contenere il *credit crunch*, sterilizzando sempre le misure adottate (*credit easing*).

Negli Stati Uniti la situazione è ribaltata, i mercati finanziari costituiscono il fulcro attraverso cui passa la maggior quantità di capitali diretti alle *corporations*. Alla luce di queste differenze si comprende meglio perché le operazioni non convenzionali poste in essere dalla Fed sono praticamente tutte dirette al mercato, cioè ad aggiustare squilibri che si sono presentati nei vari segmenti, come quelli degli MBS, dove in sostanza si è generata la crisi, facendo ricorso all'emissione di moneta per acquistare gli strumenti (*quantitative easing*), e ad assicurare l'erogazione del credito a famiglie e imprese. Il canali dei prezzi delle attività finanziarie sopra descritto ha quindi giocato un ruolo centrale nel dare efficacia alle operazioni della Fed e permettere loro di produrre gli effetti sull'economia.

Le misure di maggiore sostegno al credito varate dalla BCE sono state concepite per la struttura finanziaria dell'area Euro. Quindi sono principalmente dirette al sistema bancario, venendo incontro alle preferenze di liquidità degli istituti evitando che crisi di liquidità si risolvano in crisi di insolvenza. Soltanto programma quali CBPP 1 e 2 o SMP hanno puntato all'acquisto di titoli, ma anche in questi casi almeno in parte l'obiettivo era di dare un beneficio al sistema bancario tramite il peso che titoli del debito pubblico hanno sui bilanci di molte banche europee, per cui ad esempio l'acquisto di titoli di Stato italiani con conseguente riduzione dello *spread* Btp-Bund ha dato una boccata d'ossigeno ai conti di molte banche italiane facilitando loro l'accesso ai mercati.

Non solo il contesto economico nel quale le banche centrali operano influenza le misure elaborate per contrastare la crisi, ma anche il quadro operativo all'interno del

quale ciascun istituto deve muoversi si riflette sulla conduzione della politica monetaria durante la crisi.

Mentre la Fed ha avuto bisogno di modificare il proprio profilo operativo sotto diversi aspetti, la BCE ha in questo senso adottato modifiche meno profonde. Ciò è stato possibile in parte perché la banca centrale europea prevedeva già prima della crisi un quadro operativo più flessibile: al riguardo ricordiamo che la BCE con le sue aste riusciva ad arrivare ad un numero più ampio di istituti rispetto a quanto riuscisse a fare le Federal Reserve, impedendo almeno in una prima fase della crisi che le misure adottate da quest'ultima fossero pienamente efficaci. Inoltre negli USA l'impatto del tracollo finanziario sulle prospettive di inflazione è stato maggiore, così che la Fed ha dovuto agire con estrema prontezza e decisione per evitare qualsiasi rischio deflazionistico; ad esempio il secondo *quantitative easing* è servito anche per aumentare la domanda aggregata assicurando un adeguato flusso di finanziamento all'economia e quindi sostenere i prezzi.

A partire dal 2009 la Fed, in accordo col Tesoro statunitense, avvia i suoi vari programmi di *quantitative easing* acquistando *T-bills* e MBS. Programmi analoghi sviluppati dalla BCE possono essere i vari CBPP, SMP e OMT. Vi sono però aspetti che li differenziano. La crisi finanziaria americana ha avuto epicentro nel mercato dei mutui e infatti i vari QE della Fed sono diretti ad acquistare MBS oltre che titoli pubblici; in Europa al contrario le tensioni finanziarie hanno riguardato i debiti sovrani, per cui gli strumenti non convenzionali hanno riguardato proprio i bond governativi. Da entrambe le parti c'è poi una certa condizionalità nell'avviare gli acquisti; in Europa è più esplicita e come vedremo nel III capitolo riguarda il rispetto di un determinato programma di misure da adottare; negli USA l'adozione dei vari QE è stata dettata dall'andamento della disoccupazione, per cui i base agli obiettivi raggiunti relativamente ai nuovi posti di lavoro creati vengono avviati o meno i programmi di acquisto.

Nella composizione del passivo delle due banche centrali di fronte ai rispettivi strumenti di acquisto titoli emerge un'ulteriore differenza, riconducibile all'impostazione teorica che sta dietro agli statuti delle due banche. La BCE per non immettere nuova liquidità nell'economia sterilizza sempre le sue misure non convenzionali tramite un gran numero di operazioni di *fine-tuning* condotte settimanalmente. La Fed al contrario ha enormemente ampliato la base monetaria,

ciò è evidente dal suo bilancio in quanto le sue riserve sono aumentate: dal 2008 il totale degli attivi della BCE è raddoppiato fino a 3000 miliardi a fine 2011 mentre quello della Fed è triplicato.

D'altronde questi differenti approcci sono coerenti da un lato con la necessità della Fed di scongiurare il rischio di deflazione e con gli obiettivi che il suo mandato gli impone. Assumendo quelli rinvenibili nel *Federal Reserve Act* e nel *Full Employment and Balanced Growth Act*<sup>17</sup> se ne ricavano ben sei, la stabilità dei prezzi è solo uno di questi, e nel particolare frangente della crisi economico-finanziaria il *board* ha deciso di privilegiare occupazione e livello dell'output.

Alla BCE è invece del tutto vietata la monetizzazione di debiti pubblici e non può neanche trascurare il suo obiettivo primario in termini di inflazione. Sempre in virtù di un assetto istituzionale al Fed ha potuto anche avviare programmi che prevedono il finanziamento di semplici *corporations*, come il TALF, l'AMLF o il CPFF, cosa che la BCE non avrebbe potuto fare.

Le misure non convenzionali della BCE sono quindi etichettabili come *credit easing*, mentre nel caso della Fed si può più propriamente parlare di *quantitative easing*.

---

<sup>17</sup> Giorgio di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, capitolo terzo, pag. 79

## CAPITOLO 3

### LA “NUOVA” POLITICA MONETARIA DELLA BCE

#### 1. I meccanismi di trasmissione smettono di funzionare: misure non convenzionali

Durante una crisi finanziaria implementare una politica monetaria diventa ben più complesso che in tempi normali dal momento che i meccanismi di trasmissione vengono seriamente compromessi dalle disfunzioni presenti sui mercati. Fin dalle prime turbolenze sui mercati nel corso del 2007, ed in particolar modo nella fase della crisi che ha visto coinvolti diversi paesi europei cosiddetti “periferici”, la BCE ha dovuto confrontarsi con un indebolimento di tali meccanismi; le tensioni infatti si sono abbattute di volta in volta su specifici segmenti di mercato, accrescendo la frammentazione del sistema finanziario lungo linee nazionali: canale dei tassi d’interesse, canale dei prezzi delle attività, canale del tasso di cambio e *credit channel* sono stati messi a dura prova principalmente dal malfunzionamento del mercato interbancario e del mercato dei titoli a lungo termine.

Relativamente al canale dei tassi d’interesse, la trasmissione degli intenti del Consiglio Direttivo in materia di politica monetaria ai tassi del mercato monetario dipende in maniera decisiva dal comportamento delle banche e dalla loro propensione a scambiarsi liquidità nel mercato interbancario. In genere, tenendo conto della riserva obbligatoria imposta dalla BCE, le banche con un eccesso di liquidità alla fine di una giornata di contrattazione erogano prestiti ad altre istituzioni finanziarie che necessitano di fondi. Tuttavia, in un contesto in cui la fiducia reciproca tra le banche è carente, il legame tra tassi di politica monetaria e tassi del mercato monetario potrebbe indebolirsi o addirittura bloccarsi del tutto. In questo caso anche banche solventi avrebbero difficoltà a reperire finanziamenti sul mercato. Per spiegare questo fenomeno si può evidenziare due aspetti: a causa delle asimmetrie informative presenti sul mercato interbancario, i vari soggetti che vi operano hanno accesso ad un set limitato di informazioni che gli impedisce di discernere tra controparti solventi e non, il mercato interbancario diventa più

“cauto”; si verifica poi una carenza di liquidità, questa è prosciugata dal fatto che banche che potrebbero prestare liquidità non lo fanno, non potendo contare sulla possibilità a loro volta di reperire fondi in caso di necessità, si tengono quindi la liquidità che già possiedono.

Se si lascia che il mercato interbancario operi autonomamente questi meccanismi fanno sì che un malfunzionamento del mercato si autoalimenti, gli aspetti sopra esposti sono infatti “*self-fulfilling*”. Per cui sono sufficienti per generare un blocco nel canale di trasmissione della politica monetaria.

Quando l’offerta di credito interbancario scarseggia per la diffidenza tra gli operatori di mercato, situazione che si è venuta a creare fin dalle prime tensioni del 2007, il costo del credito interbancario, ovvero il primo passaggio nel processo di trasmissione, aumenta al di sopra del livello che sarebbe coerente con l’orientamento di politica monetaria della BCE.

Secondo il presidente Draghi<sup>18</sup> ci sono almeno tre ragioni che spiegano il blocco dei prestiti tra banche:

Un primo motivo riguarderebbe la regolamentazione, la quale rende sconveniente per le banche operare sul mercato interbancario, che sarebbe l’equivalente di perdere denaro.

Il secondo punto riguarda il comportamento delle autorità di vigilanza nazionali. Queste, chiedendo agli istituti vigilati di ritirare le attività all’interno dei confini nazionali, avrebbero ostacolato la fluidità del mercato monetario creando tanto piccoli “recinti” nazionali.

Un terzo fattore sarebbe relativo all’avversione al rischio della solidità della controparte e questo aspetto è stato in parte affrontato con le varie LTRO che potrebbero alleviare le situazioni di scarsa liquidità senza però poter essere utili in caso di rischio d’insolvenza.

Il malfunzionamento di questo canale di trasmissione ha reso poco efficaci le manovre della BCE sui tassi di interesse, come ammette lo stesso governatore Draghi: “In risposta all’aggravarsi delle condizioni economiche, la BCE ha abbassato i tassi di interesse di riferimento. In circostanze normali, tali riduzioni sarebbero state trasmesse in maniera relativamente uniforme a famiglie e imprese di tutta l’area

---

<sup>18</sup> Mario Draghi, *Global Investment Conference*, Londra, 26 luglio 2012

dell'euro. Ma non è quanto abbiamo riscontrato. In alcuni paesi, le riduzioni dei tassi sono state trasmesse integralmente. In altri, i tassi sui prestiti bancari all'economia reale sono diminuiti solo di poco o addirittura per nulla e in altri ancora, sono di fatto aumentati, almeno in qualche caso<sup>19</sup>. Attraverso i canali di trasmissione della politica monetaria quindi l'efficacia di una manovra divergeva tra diverse economie.

Non solo il corretto funzionamento del mercato interbancario è cruciale per la trasmissione delle decisioni della BCE. Infatti i tassi a cui le banche remunerano i depositi ed erogano prestiti al settore privato dipendono da numerosi fattori, come l'interazione fra domanda e offerta di credito e depositi, la struttura del settore finanziario e le condizioni complessive di finanziamento delle banche. Quest'ultimo elemento con il tempo ha acquisito un'importanza sempre maggiore nella trasmissione della politica monetaria. La tendenza a favore della raccolta nei mercati finanziari e, con essa, l'affermarsi di una molteplicità di nuovi strumenti ed emittenti hanno fatto sì che altri segmenti del mercato finanziario svolgessero un ruolo di maggior rilievo nel processo di trasmissione. I costi di raccolta sostenuti dalle banche e, quindi, i tassi di interesse al dettaglio sono diventati più sensibili agli andamenti del mercato dei prodotti finanziari strutturati, del mercato delle obbligazioni garantite e del mercato dei prestiti interbancari garantiti. In tal modo l'impatto dell'andamento dei mercati dei titoli di Stato sui mercati monetari è notevolmente aumentato. Questa tipologia di obbligazioni, pur costituendo tradizionalmente un elemento importante nel processo di trasmissione in quanto fungono da parametro di riferimento nella fissazione dei prezzi di altri contratti finanziari, negli ultimi anni si sono affermati anche come fonte primaria di garanzia nei prestiti interbancari così che variazioni eccessive o brusche del valore o della disponibilità di questi titoli possono comportare un deterioramento delle condizioni di finanziamento per le banche, con effetti avversi sia sull'offerta sia sui prezzi dei prestiti bancari all'economia reale. Il corretto funzionamento del mercato monetario e del mercato dei titoli a più lungo termine è pertanto essenziale nella trasmissione dei tassi di riferimento della BCE.

Un problema che si è posto alla BCE nell'affrontare queste problematiche è stato quello di giustificare l'impiego di misure non convenzionali, alcuno delle quali potremmo dire *border-line* col perimetro tracciato dal mandato, alla luce del mandato

---

<sup>19</sup> Mario Draghi, Università Bocconi, discorso di inaugurazione dell'anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012



stesso. Tuttavia questo tema è stato affrontato direttamente dal governatore Draghi il quale ha affermato come i malfunzionamenti di cui sopra costituiscono un reale problema per la banca centrale perché impediscono sostanzialmente a questa di attuare efficacemente le decisioni prese dal Consiglio Direttivo: “Nella misura in cui la dimensione di questi rendimenti dei debiti sovrani ostacola il funzionamento dei canali di trasmissione della politica monetaria, essi rientrano nel nostro mandato. Quindi dobbiamo affrontare questa frammentazione finanziaria prendendo di mira questi problemi”<sup>20</sup>

Proprio il blocco dei meccanismi di trasmissione è servito così alla banca centrale per giustificare l’impiego dei nuovi strumenti: “In tali circostanze, le misure convenzionali di politica monetaria, ossia le variazioni dei tassi di interesse di riferimento, possono rivelarsi insufficienti ad assicurare la trasmissione efficace dell’orientamento di politica monetaria alle banche e, in seguito, all’economia reale. A tale proposito, le disfunzioni nei mercati monetari possono indebolire la capacità della politica monetaria di influenzare le prospettive per la stabilità dei prezzi attraverso le sole modifiche ai tassi di interesse. Al fine di mantenere pienamente operativo il meccanismo di trasmissione in dette circostanze eccezionali e assicurare che la stabilità dei prezzi nel medio termine fosse preservata, la BCE ha introdotto misure non convenzionali di politica monetaria”<sup>21</sup>.

Questi problemi nei canali di trasmissione hanno scalfito l’efficacia dei tradizionali mezzi in possesso della BCE e quindi legittimato lo sviluppo e l’impiego di modalità innovative per la banca centrale di agire sui mercati. Sono state elaborate le cosiddette “misure non convenzionale”, tese a riportare i mercati finanziari ad un corretto funzionamento permettendo così alla politica monetaria di trasmettersi efficacemente all’economia, e a cui si fa riferimento anche con l’espressione “maggiore sostegno al credito”, che per bocca della stessa BCE individua misure non convenzionali atte a sostenere le condizioni finanziarie e i flussi creditizi in misura superiore a quanto realizzabile mediante la sola riduzione dei tassi di interesse di riferimento.

---

<sup>20</sup> Mario Draghi, *Global Investment Conference*, Londra, 26 luglio 2012

<sup>21</sup> BCE, *Bollettino mensile*, Ottobre 2010

Non esiste una definizione netta che permetta una discriminazione chiara tra strumenti convenzionali e non, come osservano Borio e Disyatat (2010) le differenze possono essere sottili: mentre l'adozione di un nuovo strumento è chiaramente catalogabile come misura non convenzionale, non è chiaro quando un impiego più frequente o intenso di uno strumento tradizionale possa essere considerato non convenzionale, soprattutto quando l'obiettivo della misura non è quello caratteristico. Nel nostro lavoro considereremo non convenzionali le misure indicate dalla BCE stessa come tali. Essi sono:

- erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi
- ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia
- erogazione della liquidità a più lungo termine
- erogazione della liquidità in valuta estera
- acquisti definitivi di determinati titoli di debito

L'utilizzo di questi nuove misure non ha trovato consenso unanime, anzi diverse erano le prese di posizione che avversavano simili operazioni. Anche personalità importanti della stessa banca centrale hanno avversato l'impiego dei nuovi strumenti, tanto che nel settembre del 2011 il rappresentante tedesco nel Comitato Esecutivo della BCE Juergen Stark si dimette a causa del dissenso nei confronti del piano di acquisto di bond pubblici. Principalmente si rimproverava alla BCE che le manovre della banca dovessero limitarsi a perseguire il controllo dell'inflazione, mentre le nuove misure in esame sarebbero uscite del perimetro delle operazioni che per la BCE è lecito porre in essere.

Dopo che le condizioni dei mercati finanziari fossero migliorate la BCE avrebbe fatto rientrare le misure non convenzionali ormai non più necessarie per evitare distorsioni associate al mantenimento di queste misure troppo a lungo o di tassi di interesse su livelli molto bassi per un protratto periodo di tempo rischiando così di replicare una situazione creata dalla Fed tra il 2002 e il 2004 che si colloca all'origine della crisi dei mutui *subprime*. Un orientamento di politica monetaria eccessivamente accomodante, insieme a misure sia convenzionali che non convenzionali di politica monetaria, potrebbe, infatti, alimentare un'eccessiva assunzione di rischi da parte di

banche e famiglie e limitare gli incentivi al risanamento delle finanze pubbliche. Nel lungo termine questi effetti possono avere conseguenze avverse per la crescita economica, la sostenibilità dell'evoluzione dei prezzi delle attività e, in ultima istanza, le prospettive per la stabilità dei prezzi. Per queste ragioni, il Consiglio direttivo ha chiarito che le misure non convenzionali di politica monetaria sarebbero state gradualmente rimosse non appena fossero cessate di sussistere le motivazioni sottostanti e la situazione si fosse normalizzata.

In letteratura<sup>22</sup> sono stati individuate due canali attraverso i quali le misure non convenzionali di politica monetaria trasmettono i propri effetti sull'economia: *signalling channel* e *portfolio-balance channel*.

Il *signalling channel*, si riferisce all'uso della comunicazione da parte della banca centrale per riportare fiducia nei mercati ed influenzare le aspettative sulle future decisioni di politica monetaria. Secondo anche l'opinione di Krugman (1998) questo canale può rivelarsi utile quando i tassi ufficiali si trovano in prossimità del limite inferiore di zero e la banca centrale si trova a poter usare solo lo strumento della comunicazione per stimolare l'economia. In tal caso il "principio di irresponsabilità" suggerirebbe alla banca centrale di guidare le aspettative verso un innalzamento dell'inflazione. Questo non è il caso della zona Euro dato che la particolare avversità della BCE all'inflazione fa sì che i tassi ufficiali si tengano ben lontani dal limite di zero, diversamente da quelli di altre aree valutarie come quella statunitense o quella giapponese.

Ovviamente non tutte le forme di comunicazione che fanno riferimento al *signalling channel* possono definirsi non convenzionali. Dagli anni '90 la comunicazione ha assunto un ruolo di primo piano nella conduzione della politica monetaria, permettendo di guidare le aspettative e quindi facilitare il compito dei *policy makers*. La comunicazione può essere quindi considerata una misura non convenzionale nel momento in cui viene impiegata per veicolare informazioni o, più generalmente, raggiungere obiettivi, che vanno al di là della normale prassi.

Il *portfolio-balance channel* descrive la modalità con cui l'acquisto di obbligazioni dei settori pubblico e private ed il finanziamento di società finanziarie o meno producono effetti sull'economia. Operando quando attività e passività dei bilanci del

---

<sup>22</sup> Banca d'Italia, *Occasional papers, Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Cecioni, Ferrero, Secchi, settembre 2011

settore privato sono imperfettamente sostituibili, questo canale viene impiegato dalla banca centrale quando l'obiettivo è di alleggerire le tensioni su determinati segmenti di mercato, come può essere quello dei titoli di stato durante la crisi finanziaria. L'intervento della banca centrale attraverso il canale in questione permette così di ridurre i rendimenti delle attività acquistate riportando sul mercato delle normali condizioni di finanziamento.

Nella seconda metà del 2009 la decisione di avviare la graduale rimozione di queste misure riflette i miglioramenti osservati nelle condizioni finanziarie. Le misure non convenzionali si sono dimostrate efficaci dato che i precedenti tagli dei tassi di riferimento della BCE hanno trovato crescente riscontro nei tassi di interesse sui prestiti bancari alle famiglie e alle imprese, a indicare che il meccanismo di trasmissione è stato sostanzialmente ripristinato.

In tale contesto, la graduale revoca di alcune misure non convenzionali non dovrebbe avere effetti negativi sulle condizioni di finanziamento, piuttosto la loro proroga integrale accrescerebbe il rischio di effetti collaterali avversi.

Non dimentichiamo che una politica monetaria eccessivamente lassista ha provocato la distorsione della bolla *subprime* negli USA, in presenza di tassi di interesse accomodanti, un eccesso di liquidità potrebbe altresì condurre a un'eccessiva assunzione di rischi.

Il miglioramento delle condizioni finanziarie permette ora alle banche di ricominciare a svolgere in parte il loro ruolo "normale" nel mercato monetario, riducendo così quello di intermediazione assunto dall'Eurosistema. Mantenere in vigore tutte le misure non convenzionali in circostanze che non lo richiedono più rischierebbe di provocare distorsioni come un eccessivo affidamento sulla liquidità di emergenza della banca centrale e problemi connessi di azzardo morale, oltre che far venir meno gli incentivi finanziari alla ristrutturazione dei bilanci bancari.

L'offerta illimitata di liquidità attraverso operazioni di rifinanziamento presso la banca centrale ha favorito l'accesso alla liquidità da parte di molte banche in un periodo in cui i mercati monetari non erano in gradi di provvedervi, ma se venisse protratta per troppo tempo, può ritardare i necessari aggiustamenti che devono essere messi in atto dalle banche stesse, in particolare per ridurre la leva finanziaria e rafforzare la situazione patrimoniale.

Dal lato degli Stati l'acquisto di titoli pubblici condotto nell'ambito del SMP potrebbe creare un disincentivo per i paesi interessati a rimandare l'adozione delle misure necessarie per il risanamento fiscale o per la ristrutturazione del sistema finanziario. L'esperienza di questa crisi ha mostrato che i governi tendono a prendere decisioni impopolari solo sotto la pressione dei mercati. Un atteggiamento poco responsabile della banca centrale potrebbe eliminare tale pressione rischiando di diventare controproducente ed incentivare l'azzardo morale. E' importante quindi che le autorità coinvolte nei programmi di assistenza agli Stati siano in grado di operare sul giusto equilibrio tra assicurare i mercati e mantenere una certa *moral suasion* sulle autorità dei paesi assistiti.

Le parole di Bini Smaghi, anche se riferite al sistema finanziario piuttosto che agli Stati, rendono bene l'idea della complementarità tra misure non convenzionali da un lato e le necessarie riforme regolamentari dell'altro: "Queste operazioni consentono di dare liquidità ai mercati, ma non di risolvere il problema all'origine, che riguarda la solidità patrimoniale delle banche, sul quale devono vigilare le autorità regolamentari. Se le operazioni di rifinanziamento vengono condotte per un periodo prolungato, c'è il rischio che la banca centrale si sostituisca al mercato mentre il processo di risanamento del sistema viene rimandato. In altri termini alcune banche possono diventare "dipendenti" (*addicted*) alla liquidità fornita dalla banca centrale e non hanno incentivo a mettere a posto i propri conti e a ricapitalizzarsi. In alcuni paesi tale dipendenza può riguardare l'intero sistema bancario, le cui difficoltà riflettono quelle dell'emittente sovrano. Per evitare tale dipendenza si devono creare disincentivi per gli operatori a rifinanziarsi in modo eccessivo esclusivamente presso l'Eurosistema, e incentivi a tornare progressivamente sul mercato a tassi di interesse competitivi"<sup>23</sup>.

### **1.1. Erogazione di liquidità a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi ed ampliamento del bilancio della BCE**

Dall'Ottobre 2008 l'Eurosistema ha applicato una procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi" (FRFA, *fixed rate full allotment*) in tutte le

---

<sup>23</sup> Lorenzo Bini Smaghi, Bologna, 27 gennaio 2011

operazioni di rifinanziamento, assicurando un'offerta illimitata di liquidità della banca centrale alle istituzioni finanziarie dell'area dell'euro idonee al tasso applicato sulle operazioni di rifinanziamento principali e a fronte di adeguate garanzie. La disponibilità di queste ultime costituiva in definitiva l'unico limite all'accesso ai fondi messi a disposizione. In pratica il volume delle operazioni di rifinanziamento in essere ha continuato a essere determinato non dalle considerazioni di offerta dell'Eurosistema, ma dalla domanda delle controparti, riflettendo così le loro preferenze di liquidità.

A differenza della prassi consueta, alle istituzioni finanziarie era aggiudicato l'intero ammontare di liquidità richiesta al tasso di interesse in essere. Questa misura era intesa a soddisfare il fabbisogno di finanziamento di breve termine delle banche, al fine di preservare e agevolare la disponibilità di credito alle famiglie e alle imprese a tassi accessibili. In questo modo, si è riusciti a rimediare a parte delle disfunzioni insorte nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il livello molto elevato della domanda di liquidità nell'ambito della procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi", in particolare nelle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, ha esercitato una significativa pressione al ribasso sui tassi del mercato monetario a breve termine.

In tempi normali il principio di separazione tra decisioni di politica monetaria e operazioni che devono attuare quella determinata decisione, richiede che il tasso *Euro overnight index average* (Eonia) viaggi in prossimità del tasso ufficiale. Ciò non si è verificato nelle circostanze eccezionali registrate dall'inizio delle turbolenze, dato che i differenziali di interesse sul mercato monetario (ossia quelli fra l'*Euro interbank offered rate*, o Euribor, e i tassi degli *overnight index swap*, o OIS) sono risultati particolarmente elevati spingendo il Consiglio Direttivo ha deciso di condurre tutte le operazioni di rifinanziamento mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione dell'importo. Ciò ha permesso di ridurre le anomalie osservate nei differenziali di interesse nel mercato monetario e a riportare l'Eonia su livelli più vicini al tasso sui depositi presso la banca centrale in modo da fare da contraltare al dissesto del mercato monetario, dove lo spread tra Euribor e OIS aveva raggiunto livelli anomali.

Con concorso anche delle altre misure di sostegno al credito, le aste *fixed rate-full allotment* avevano permesso un allentamento dei tassi sul mercato monetario creando

condizioni di finanziamento meno restrittive, beneficio che è poi traslato sulla struttura a termine dei tassi fino a quelle con scadenze più lunghe.

Anche i tassi di interesse reali a più lunga scadenza sono quindi scesi in modo considerevole e i livelli estremamente bassi dei tassi di interesse nominali e reali hanno favorito la stabilizzazione dei mercati finanziari durante questo periodo di straordinaria turbolenza e sono stati utili a contrastare il rallentamento dell'attività economica reale.

La procedura d'asta "a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi" e le operazioni di rifinanziamento con scadenze più lunghe sono state in grado di supplire alle disfunzioni del mercato interbancario per soddisfare la domanda di liquidità da parte delle banche dell'area dell'euro, dato che questo aveva praticamente cessato di fornire liquidità; l'offerta illimitata di fondi delle banche centrali ha permesso alla BCE di sostituirsi al mercato monetario come intermediario tra le istituzioni finanziarie dell'area dell'euro.

Questo fenomeno trova riscontro negli importi di liquidità di gran lunga superiori ottenuti tramite le operazioni di rifinanziamento e nell'accresciuto ricorso ai depositi presso la banca centrale. Di conseguenza, le transazioni nel mercato monetario sono notevolmente diminuite, ostacolate dalla diffidenza verso la solidità delle controparti, e la dimensione del bilancio dell'Eurosistema è aumentata in misura significativa. Comunque contenuta se paragonata all'esplosione del bilancio della Federal Reserve americana durante la crisi finanziaria. Dopo la considerevole espansione dell'ottobre 2008, il bilancio dell'Eurosistema ha registrato un ulteriore aumento nel giugno 2009 in occasione di un livello della domanda straordinariamente elevato (442 miliardi di euro) nella prima operazione di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) con scadenza a un anno.

All'incremento del bilancio dell'Eurosistema ha contribuito l'ampliamento del numero delle controparti che prendevano parte alle operazioni di rifinanziamento. Se prima della crisi circa 360 istituzioni finanziarie partecipavano in media a ciascuna operazione di rifinanziamento, in seguito, considerato l'accesso limitato ai mercati interbancari e dei titoli, il numero è salito a oltre 800 durante la crisi. D'altronde l'ampio elenco di controparti abilitate alle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, nonostante abbia gonfiato il bilancio della BCE a livello molto elevati, si è rivelato particolarmente utile dato che ha permesso ad un ampio numero

di istituti di evitare crisi di liquidità in mancanza di un mercato interbancario funzionante.

Nel sistema federale americano, al contrario, il numero delle controparti ammesse ad approvvigionarsi di liquidità alla banca centrale era inferiore e ciò ha costituito un ostacolo per le autorità nell'affrontare il prosciugamento del mercato monetario in una prima fase della crisi. Successivamente infatti l'elenco delle controparti ammesse è stato ampliato anche negli Stati Uniti.

## **1.2. Ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia**

Accanto all'aumento dell'elenco delle controparti ammesse alle operazioni di regolazione puntuale, con un incremento da circa 140 controparti idonee ad approssimativamente 2.000, la flessibilità del quadro operativo dell'Eurosistema ha consentito di ampliare la lista delle attività stanziabili in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento che è stata estesa per agevolare ulteriormente l'accesso alle operazioni dell'Eurosistema nell'intento di ridurre i vincoli dal lato dell'attivo di bilancio delle banche e consentirgli di utilizzare una quota più ampia delle loro attività per ottenere liquidità dalla banca centrale. Contrariamente a molte altre banche centrali, la BCE accettava titoli privati come garanzia già prima della crisi. Questa politica è stata rafforzata durante la crisi perché in periodi di tensioni le operazioni pronti contro termine del settore privato possono diventare molto sensibili al grado di liquidità delle garanzie. La capacità di rifinanziare attività illiquide attraverso la banca centrale è un rimedio efficace alla carenza di liquidità derivante da un improvviso arresto dei prestiti interbancari. Ciò vale, ad esempio, per le attività cartolarizzate, per le quali il mercato è crollato dopo il fallimento di Lehman Brothers.

Nel 2009 l'ammontare medio di attività idonee è aumentato del 17,9 per cento rispetto al 2008, a un totale di 13.100 miliardi di euro. Andando a confrontare le garanzie con i crediti vantati dall'Eurosistema verso le controparti si scopre un aumento nella quota di garanzie stanziato ma non utilizzate per garantire crediti relativi ad operazioni della politica monetaria. Ciò significa che l'insufficienza di



garanzie non ha rappresentato un vincolo per le controparti dell'Eurosistema, nonostante la gran massa di liquidità erogata nelle aste BCE.

### 1.3. Erogazione della liquidità a più lungo termine

Nel marzo del 2008 la BCE introduce delle operazioni a lungo termine supplementari con una *maturity* pari a sei mesi. L'obiettivo è quello di contrastare la rinnovata volatilità dell'Eonia, tasso benchmark adoperato sui mercati europei per i prodotti monetari, e l'aumento degli spread sul mercato monetario che si erano osservati dopo la bancarotta di Bear Stearns.

Nel maggio del 2009 la BCE ha allungato la scadenza di queste operazioni portandola ad un anno. La LTRO ad un anno prevedeva un'asta a tasso fisso e con piena aggiudicazione del capitale, ne vennero effettuate tre, in giugno, settembre e dicembre migliorando così la posizione di liquidità delle banche e contribuendo a ridurre i differenziali sul mercato monetario. L'aspettativa era che questa tipologia di operazioni avrebbe ricostituito il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, spingendo le banche a tornare a finanziare l'economia reale, ovvero famiglie e imprese principalmente.

L'allungamento delle scadenze era inteso a permettere alle banche di alleviare il *mismatching* tra investimenti e finanziamenti a diversa scadenza.

Le operazioni hanno avuto un buon successo dato che nella prima sono stati allocati ben 442 miliardi di Euro. Ciò ha permesso di abbassare i tassi a livelli bassi, l'Eonia è diminuito fino a livelli vicini al tasso sulla *deposit facility* BCE traslando i ribassi sugli altri tassi del mercato monetario.

Accanto al maggior ricorso a finanziamenti a più lungo termine, le operazioni di rifinanziamento a breve termine sono state ridotte.

Come detto sopra il ricorso alle LTRO a più lungo termine ha permesso alla BCE di alleggerire la posizione di liquidità delle banche, prevenendo quindi casi di crisi di liquidità, "sostituendosi" al mercato monetario interbancario".

#### **1.4. Erogazione di liquidità in valuta estera**

Tra le misure non convenzionali adottate dalla BCE vi è anche l'erogazione di finanziamenti in dollari statunitensi a fronte di garanzie denominate in Euro. La banca centrale ha infatti stipulato un accordo con la Federal Reserve che prevede la fornitura di dollari dietro il pagamento di un certo tasso di interesse, la Fed può a sua volta accedere alla liquidità messa a disposizione della BCE denominata in Euro nel caso i mercati finanziari statunitensi ne avessero bisogno. L'accordo prevede che lo stesso ammontare di fondi prestatosi torni alla banca centrale di provenienza e che il tasso di cambio adottato per entrambi gli scambi di fondi sia lo stesso, in modo che l'operazione è a costo zero in termini di rischio di cambio. La scadenza dei prestiti va da un giorno a tre mesi.

Nel momento in cui riceve la liquidità la BCE è libera di darla in prestito agli istituti della propria giurisdizione stabilendo la tipologia di asta per l'assegnazione dei fondi, gli istituti assegnatari e il collaterale ammesso. La Fed dal canto suo non entra in alcun rapporto giuridico con la banca europea che riceve i dollari e quindi non sostiene alcun rischio di credito.

Una prima linea di swap è stata concordata per il periodo dicembre 2007-febbraio 2010; successivamente al riemergere delle tensioni sui mercati finanziari l'accordo è stato rinnovato a partire da maggio 2010 e prevede le stesse modalità e la stessa struttura del precedente *liquidity swap arrangement*.

#### **1.5. Acquisto definitivo di determinati titoli di debito**

Nel maggio 2009 la BCE ha annunciato un programma di acquisto, *Covered Bonds Purchase Programme* (CBPP), per un importo di 60 miliardi di euro, di obbligazioni garantite denominate in euro ed emesse nell'area dell'Euro, sia sul mercato primario che secondario. Lo scopo del programma è di fornire un nuovo impulso al mercato, praticamente prosciugatosi, in termini di liquidità, emissioni e differenziali. Il programma, cominciato nel luglio 2009 durando fino al giugno 2010, ha contribuito alla riattivazione del mercato delle obbligazioni garantite e a un calo dei differenziali su tali strumenti, nonostante siano rimasti elevati rispetto ai livelli osservati nel

periodo precedente l'inizio della crisi. Al termine del programma erano state acquistate 422 obbligazioni differenti, di cui il 27 per cento nel mercato primario e il 73 per cento in quello secondario, per un importo nominale complessivo di 60 miliardi di euro, come preventivato.

Un secondo CBPP verrà però successivamente attivato nel novembre 2011 con l'obiettivo di facilitare le condizioni di *funding* per istituzioni finanziarie e imprese, incoraggiando così le banche ad espandere i prestiti all'economia. Questo secondo programma prevede un ammontare di acquisti per 40 miliardi di Euro, tuttavia questa somma non sarà raggiunta dato che già ad aprile la BCE rallenta gli acquisti. La domanda per le obbligazioni dell'Eurozona è infatti in aumento e inoltre la relativa offerta ristagna: alla chiusura del programma CBPP II saranno acquistati soltanto 16 miliardi di titoli.

La crisi finanziaria cominciata nel 2007 aveva avuto un certo impatto sui bilanci pubblici, dato che una delle risposte alla recessione è stata quella di ampliare la spesa pubblica. Nella primavera del 2010 la sostenibilità della finanza pubblica di alcuni paesi dell'area Euro versava in cattive condizioni, attirando l'attenzione degli investitori. Ciò si è riflesso, come detto, sui premi per il rischio richiesti dal mercato a determinati emittenti sovrani, aumentando così i differenziali di rendimento coi titoli di paesi le cui finanze pubbliche, ma anche condizioni economiche generali, risultavano migliori. È stato così compromesso il funzionamento di questi segmenti di mercato, dato che impedivano alla politica della banca centrale di dispiegarsi correttamente in tutta la zona Euro. Inoltre i prezzi che da questi segmenti di mercato si ricavano non risultavano coerenti con i fondamentali delle economie sottostanti ogni titolo di Stato emesso. Secondo una stima della Banca d'Italia riportata dal governatore Visco<sup>24</sup>, la differenza tra il valore effettivo dello *spread* Btp-Bund ed un valore stimato a partire dai fondamentali economico-finanziari delle due economie italiana e tedesca sarebbe di ben 235 punti base, mentre per i titoli dei medesimi emittenti ma con scadenza a 5 anni la differenza salirebbe addirittura a 396 punti.

Per affrontare questo problema ed evitare *spillover* negativi per altri emittenti sovrani il Consiglio Direttivo della BCE decide di implementare un programma di

---

<sup>24</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

acquisto di obbligazioni pubbliche e private: il *Securities Market Programme* (SMP) avviato nella primavera del 2010 nell'ambito delle risposte alla crisi del debito sovrano della Grecia, successivamente esteso agli altri paesi colpiti dalle tensioni, e a cui è stata posta fine contestualmente all'introduzione delle OMT. Indirizzato ad agire in quei segmenti di mercato particolarmente disfunzionali come spiegato sopra, questo programma non prevede di modificare le condizioni di liquidità nel sistema, perciò l'Eurosistema riassorbe la liquidità immessa attraverso apposite operazioni settimanali, sterilizzando l'operazione di acquisto e quindi senza modificare la stance di politica monetaria.

## ***2. European Financial Stability Facility e European Financial Stabilisation Mechanism***

Di fronte al drammatico peggioramento della situazione del debito greco e a seguito della richiesta ufficiale di aiuto da parte del governo, il 9 maggio 2010, il Vertice dei Capi di Stato e di Governo della zona euro (e quindi con una decisione assunta fuori dal quadro istituzionale della UE) decide l'istituzione di un meccanismo temporaneo di gestione della crisi destinato a operare fino al giugno 2013, che si articola in due strumenti: l'*European Financial Stabilisation Mechanism* – EFSM e l'*European Financial Stability Facility*– EFSF. Entrambi questi strumenti fanno parte di un pacchetto di misure denominato *Financial Stability Package*. Quest'ultimo, oltre che sul contributo dei due strumenti di cui sopra, prevede che il Fondo Monetario Internazionale partecipi all'erogazione di finanziamenti verso il paese che necessita di assistenza finanziaria. L'FMI può partecipare ai prestiti per una componente pari al 50% dei fondi erogati tramite gli altri due strumenti, fino ad un massimo di 250 miliardi di Euro.

La *ratio* che sta alla base della costituzione dei due strumenti è che essi fungano da intercessione ai mercati dei capitali, in nome e per conto degli Stati Membri che ne facciano richiesta essendo equipaggiati per raccogliere fondi sui mercati e trasferirli agli Stati richiedenti. Beneficiando di garanzie irrevocabili congiunte da parte degli Stati sottoscrittori, essi godono di un rating AAA, indice della massima possibile solvibilità e stabilità finanziaria. Ciò permette loro di indebitarsi sul mercato dei capitali ad un costo inferiore rispetto a quello cui potrebbero aspirare di ottenere finanziamenti gli Stati membri in maggiore difficoltà.

L'EFSM è un meccanismo interno all'Unione Europea e garantito dal bilancio stesso dell'Unione; prevede la possibilità di prestiti a favore degli Stati membri in difficoltà, utilizzando le risorse della UE fino a un massimo di 60 miliardi. L'EFSF è invece una società veicolo (SPV, *Special Purpose Vehicle*), autorizzata a raccogliere risorse sui mercati beneficiando della garanzia dei Paesi dell'area euro per un massimo di 440 miliardi, di cui il 19% circa a carico dell'Italia. Il supporto per la suddetta somma è garantito incondizionatamente e irrevocabilmente dai bilanci degli Stati sottoscrittori ed essi stessi sono coloro i quali possono beneficiare di questa *facility*: un numero più ristretto di Paesi, dunque, rispetto all'EFSM. Le risorse in

argomento sono destinate all'erogazione di prestiti fino a 255 miliardi, condizionati all'impegno da parte degli Stati richiedenti a perseguire un'adeguata disciplina di bilancio e a rispettare specifiche linee guida di politica economica. Il FMI, inoltre, si è reso disponibile a fornire un sostegno aggiuntivo per un ammontare pari al 50% del totale degli aiuti di EFSM e EFSF, ovvero 160 miliardi circa.

Alcuni hanno sostenuto che l'EFSM è un meccanismo in contrasto con l'art. 122.2 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea. La previsione comunitaria, infatti, subordina l'assistenza finanziaria di uno Stato membro solo nel caso in cui si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo. Di contro, è stato evidenziato che tale strumento è compatibile con lo spirito del Trattato stesso in considerazione dell'importanza del corretto funzionamento dell'Unione Europea e della sua stessa esistenza.

Passando all'analisi di dettaglio del funzionamento dell'EFSM, la Commissione ha la possibilità, ai sensi dell'art. 122 del TFUE, di contrattare prestiti sui mercati dei capitali o con alcune istituzioni finanziarie a vantaggio dell'Unione Europea. Questo particolare accordo consente di non far gravare i costi sull'Unione Europea, in quanto il capitale dato in prestito e i relativi interessi sono ripagati direttamente dallo Stato beneficiario. Lo strumento in esame ha l'obiettivo di preservare la stabilità, l'unità e l'integrità di tutti gli Stati membri, intervenendo a favore di quelli incorsi in una grave situazione o a rischio a seguito di un'alterazione economica e finanziaria dovuta a circostanze eccezionali che esulano dal proprio controllo. La concessione del prestito non è priva di condizionalità, la Commissione infatti ha la responsabilità di negoziare un memorandum di intesa con il Paese interessato, dettagliando tutte le condizioni previste. A titolo di ulteriore cautela, la Commissione monitora lo Stato membro per controllare il rispetto delle condizioni pattuite per l'erogazione del prestito, in stretta collaborazione con la BCE, prima dell'effettiva erogazione delle rate.

Forte delle garanzie offerte, il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria emette titoli di debito a breve e lungo termine che sono acquistati da enti di tutto il mondo, dalle banche ai fondi pensione, dai fondi sovrani alle agenzie assicurative. Con il denaro raccolto, l'EFSF ricompra i titoli di debito degli Stati in difficoltà tramite operazioni di acquisto sia sul mercato primario (le aste), sia su quello secondario (negoziando

titoli già in circolazione) nell'intento di ridurre il rischio che un'asta di titoli di Stato fallisca, riempiendo il vuoto lasciato dalla BCE, che interviene esclusivamente sul mercato secondario.

Purtroppo, il downgrade del 16 gennaio 2012 dei titoli del debito a lungo termine dell'EFSF (da AAA a AA+) operato da Standard&Poor's è stato causato dall'abbassamento delle valutazioni su molti altri titoli di Stato europei, tra cui quelli di Francia e Austria, aventi un peso determinante per le garanzie finanziarie al fondo.

E' evidente che un deterioramento del rating comporta un aumento dei costi di finanziamento, implicando il sostenimento di maggiori spese per aiutare gli Stati in difficoltà e la previsione che il supporto dell'EFSF sia destinato a ridursi. Volendo offrire una lettura politica alla vicenda, con la retrocessione Fondo Salva-Stati si assiste al declassamento dell'eurozona, della sua credibilità e delle sue istituzioni.

Il Consiglio europeo del 21 luglio 2011 ha introdotto alcune modifiche nella struttura del EFSF. Tale strumento è stato rafforzato dopo aver finanziato il Portogallo e l'Irlanda concedendo prestiti con durata media di 7,5 anni insieme all'EFSM. I nuovi compiti assegnati a quella data prevedevano il sostegno diretto alla Grecia con prestiti da un minimo di 15 anni fino a 30 anni, la ricapitalizzazione delle banche, gli acquisti sul mercato secondario dei titoli di stato emessi da qualsiasi Paese, non solo quelli aiutati finanziariamente nell'ambito di un piano di risanamento dei conti pubblici concordato con UE e FMI (quindi anche Italia, Spagna e Belgio).

Il pacchetto del 21 luglio, per quanto ambizioso in molte sue parti, ha incontrato una serie di ostacoli di natura diversa che hanno pesato sulla sua capacità di calmare i mercati finanziari ed eliminare il rischio di un contagio ulteriore a grandi paesi come l'Italia e la Spagna. Il primo evidente ostacolo consisteva nella necessità di attendere la ratifica da parte dei parlamenti nazionali che ha richiesto tempo ed è stata, in alcuni casi, gravata anche da una contrapposizione politica interna tra partiti europeisti e partiti più scettici, anche se non necessariamente anti-europeisti. Il secondo meno evidente ostacolo ha riguardato la gestione della partecipazione dei privati. Un terzo elemento riferito piuttosto al futuro utilizzo del riformato EFSF e che solleva dubbi sulla sua efficacia e coerenza interna riguarda la possibilità che questo possa essere utilizzato per la ricapitalizzazione dei sistemi bancari nazionali.

In questo caso il prestito può essere concesso anche a paesi che non sono sotto programma e quindi senza un impegno sottostante da parte del paese assistito. Ciò

rischiano chiaramente di creare un sistema di incentivi perverso in cui le autorità nazionali potrebbero essere indotte ad alleggerire il controllo e la supervisione sul sistema finanziario nazionale, stimolando quindi comportamenti di azzardo morale. Sarebbe necessario introdurre disposizioni in direzione di una qualche forma di condizionalità anche lì dove il prestito è utilizzato solo a favore del sistema bancario, così come già avviene nei prestiti verso i governi.

Con la dichiarazione approvata il 9 dicembre 2011, i Capi di Stato e di Governo dell'area euro hanno assunto ulteriori decisioni relative ai meccanismi di stabilizzazione: viene potenziato il Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF) mediante le due opzioni già approvate dall'Eurogruppo il 29 novembre, si intende accelerare l'entrata in vigore del trattato (luglio 2012) che istituisce il meccanismo europeo di stabilità (ESM). Il trattato entrerà in vigore non appena gli Stati membri che rappresentano il 90% degli impegni di capitale lo avranno ratificato. Inoltre l'adeguatezza del massimale globale dell'EFSF/ESM verrà portata da 440 miliardi a 500 miliardi di euro e sarà riesaminata nel marzo 2012.

La previsione iniziale era che l'EFSF scadesse al 31 dicembre 2011; resterà invece attivo per finanziare i programmi già avviati a beneficio di Grecia, Irlanda e Portogallo fino a metà 2013

Alla fine di novembre 2010 l'Irlanda ha avanzato una richiesta ufficiale di prestito all'Unione Europea e al FMI. In questa occasione viene inaugurata la nuova *safety net* messa a punto per sostenere eventuali crisi finanziarie. All'Irlanda vengono concessi prestiti per un totale di 85 miliardi di Euro tramite l'integrazione degli aiuti forniti da EFSF, EFSM, FMI e provenienti da prestiti bilaterali da parte di Regno Unito, Danimarca e Svezia, oltre che dal *National Pension Reserve Fund* irlandese.

Contestualmente, i Ministri finanziari dei Paesi dell'area euro hanno definito le principali caratteristiche di un meccanismo permanente per la salvaguardia della stabilità finanziaria dell'area (*European Stability Mechanism* – ESM).



### ***3. European Stability Mechanism***

Il Consiglio europeo del 24-25 marzo 2011 ha approvato una modifica dell'articolo 136 del Trattato sul funzionamento dell'UE (TFUE) che consente espressamente agli Stati membri la cui moneta è l'euro di istituire un meccanismo di stabilità permanente per l'area euro, in sostituzione di quello transitorio, avente caratteristiche principali saranno basate su quelle correnti del EFSF.

La costituzione del fondo permanente "salva-Stati" richiederà piccole modifiche al Trattato di Lisbona, relative principalmente al suddetto articolo 136. La marginalità delle modifiche al Trattato consente di evitare il passaggio per via referendaria popolare nei Paesi Membri, necessitando di sola approvazione in sede parlamentare.

L'ESM prenderà quindi il posto di EFSF ed EFSM, che sono quindi destinati a sparire, come istituto intergovernativo di diritto internazionale e dispone di risorse pari a 780 miliardi con una capacità effettiva di prestito di 500 miliardi, e un sistema di garanzie simile a quello del EFSF. Come per quest'ultimo, l'ESM può integrare i prestiti con le risorse finanziarie del FMI ed il suo supporto dovrà essere obbligatoriamente ricercato per ogni singolo programma di assistenza. Dato che l'ESM fornirà assistenza finanziaria ad uno Stato membro il cui regolare accesso al finanziamento sul mercato risulti deteriorato così come fa già il FMI, i Capi di Stato o di governo hanno dichiarato che esso fruirà dello status di creditore privilegiato in modo analogo al FMI, pur accettando che lo status del FMI prevalga su quello dell'ESM.

Sulla base delle decisioni del Consiglio europeo, il 12 luglio 2011 gli Stati membri della zona euro hanno firmato il trattato istitutivo del meccanismo europeo di stabilità (ESM), costituito quale organizzazione intergovernativa nel quadro del diritto pubblico internazionale con sede in Lussemburgo.

Il nuovo strumento avrà la funzione di mobilitare finanziamenti e fornire assistenza finanziaria, secondo criteri di rigorosa condizionalità, a beneficio degli Stati membri della zona euro che sono o rischiano di essere esposti a gravi problemi finanziari, al fine di salvaguardare la stabilità finanziaria della zona euro nel suo insieme.

L'ESM andrà a costituire un meccanismo stabile e definitivo di gestione delle crisi interne all'Eurozona che prevede anche, nei casi di insolvenza, un accordo tra

creditori sui termini e le modalità di ristrutturazione del debito secondo il sistema delle “*collective action clauses*” (CACs). Un elemento di novità rispetto al suo predecessore EFSF è infatti la partecipazione del settore privato secondo modalità coerenti con la prassi del FMI e obbligatoria in tutti quei casi in cui l’analisi di sostenibilità del debito pubblico di un paese che richiede assistenza ne riveli la necessità.

Va sottolineato come l’eventualità di una ristrutturazione del debito debba essere considerata una *extrema ratio*, nei casi in cui una soluzione meno traumatica non sia percorribile. Il mandato dell’ESM è infatti quello di tamponare eventuali crisi di liquidità, evitando che sfocino in crisi di insolvenza mettendo a repentaglio la stabilità del sistema europeo nel suo insieme. L’inserimento delle CACs trova quindi ragion d’essere proprio nella previsione di dover affrontare una ristrutturazione ordinata del debito di un paese.

Anche in questo caso l’accesso all’assistenza finanziaria dell’ESM sarà offerto sulla base di una rigorosa condizionalità politica nell’ambito di un programma di aggiustamento macroeconomico commisurato alla gravità degli squilibri dello Stato membro beneficiario e di un’analisi scrupolosa della sostenibilità del debito pubblico effettuata dalla Commissione insieme al Fondo monetario internazionale (FMI) e di concerto con la Banca centrale europea (BCE). La cooperazione con l’FMI sarà molto stretta e relativa nella fornitura di assistenza finanziaria in coerenza con le prerogative di quest’ultimo organismo, al quale sarà richiesta, in tutte le circostanze, la partecipazione attiva a livello sia tecnico che finanziario.

La durata del programma e la scadenza dei prestiti dipenderanno dalla natura degli squilibri e dalle possibilità per lo Stato membro beneficiario di riacquisire l’accesso ai mercati finanziari entro il periodo di disponibilità delle risorse. L’ESM può tuttavia intervenire, eccezionalmente, nei mercati primari del debito, oltre che sul secondario, per ottimizzare l’efficienza in termini di costi del sostegno.

La sorveglianza sullo stato membro può anche essere mantenuta oltre il termine del programma e fin quando non venga rimborsato un determinato importo dell’assistenza finanziaria (*follow-up*). In questo caso c’è bisogno di una decisione del Consiglio, previa discussione del consiglio dei governatori e su proposta della Commissione.

La *governance* sarà rappresentata da un consiglio dei governatori, composto dai ministri delle finanze degli Stati membri della zona euro (quali membri con diritto di voto), con il commissario europeo per gli affari economici e monetari e il presidente della BCE quali osservatori. Il consiglio dei governatori eleggerà un presidente tra i membri con diritto di voto. Durante la fase transitoria dal 2013 al 2017, gli Stati membri s'impegnano ad accelerare, nel caso improbabile in cui ciò si riveli necessario, la fornitura di strumenti adeguati allo scopo di mantenere una proporzione minima del 15% tra il capitale versato e l'importo in essere delle emissioni.

Finché l'ESM non sia stato attivato e a condizione che la capacità effettiva di prestito non sia inferiore a 500 miliardi di euro, i proventi dell'investimento del capitale versato saranno restituiti agli Stati membri al netto delle deduzioni per spese operative. Dopo la prima attivazione invece, i proventi dell'investimento del capitale e dell'attività di assistenza finanziaria dell'ESM saranno mantenuti all'interno dello stesso meccanismo di stabilizzazione. Tuttavia, se il capitale versato dovesse superare il livello richiesto per mantenere la capacità di prestito, il consiglio di amministrazione può eventualmente decidere di distribuire un dividendo agli Stati membri della zona euro sulla base della chiave di ripartizione dei contributi.

Pur se improntato al suo predecessore EFSF, l'ESM vi si discosta nelle modalità operative, come affermato dallo stesso Direttore Klaus Regling: "... se ci dovesse essere un nuovo programma per uno Stato di grandi dimensioni, è probabile che non venga gestito come per Grecia, Irlanda e Portogallo [quando l'ESM non esisteva ancora], togliendo lo Stato completamente dai mercati. Possiamo intervenire sul primario dei titoli di Stato fino al 50% dell'ammontare in emissione. Non proveremmo a finanziare un grande Stato al 100%: il nostro approccio sarebbe diverso rispetto a quanto fatto finora"<sup>25</sup>

L'ESM ha a disposizione due strumenti con i quali può tamponare l'insorgere di una crisi:

*Precautionary conditioned credit line* (PCCL) – può consistere in prestiti o acquisti sul mercato primario ed è previsto per quei paesi dell'area Euro che presentino condizioni finanziarie ed economiche sostanzialmente sane con riferimento tra l'altro

---

<sup>25</sup> IlSole24Ore, 24 Ottobre 2012

al rispetto degli impegni previsti dal PSC e la sostenibilità del debito pubblico, e sia inoltre impegnato a mantenere politiche credibili nel futuro.

*Enhanced conditions credit line* (ECCL) – diretto a tutti i paesi dell'area che abbiano sane condizioni economico-finanziarie ma non sufficienti a rispettare i requisiti previsti per l'accesso alla PCCL. Il Paese membro che ne faccia uso deve adottare misure dirette a rafforzare i punti di debolezza e ad evitare che in futuro possa avere difficoltà nel trovare accesso al mercato dei capitali.

*Enhanced conditions credit line* con protezione parziale del rischio sovrano (ECCL+) – una ECCL può essere attivata nella forma di una parziale protezione dal rischio sovrano. Un Certificato di Protezione Parziale (*Partial Protection Certificate*, PPC) da al suo detentore un determinato ammontare di protezione del. L'accesso alla ECCL+ necessita degli stessi criteri e condizionalità previsti per le linee ECCL, mentre riflettono circostanze specifiche che richiedono l'emissione di un PPC.

Questi due linee di credito precauzionali vengono utilizzati in una fase in cui le condizioni finanziarie del paese richiedenti non sono tali da rendere “ingestibile” la situazione, sono pensati cioè per i casi in cui un vero e proprio programma di aggiustamento non sia necessario. L'idea che sta dietro la linea di credito ECCL è infatti che il paese che ne beneficia non abbia intenzione di usarla non momento in cui la richiede. Ovviamente può essere attivata in caso di necessità, ma se un paese è consapevole che avrà bisogno di usufruirne dovrà piuttosto richiedere direttamente un programma di aggiustamento.

Il principio di condizionalità previsto per gli aiuti concessi dall'ESM si applica anche a queste linee precauzionali, le quali hanno bisogno di dello stesso iter politico di un programma (consenso unanime del consiglio Ecofin). Ciò significa che se un paese decida di utilizzare il denaro messo a disposizione, sarà oggetto di un'attività di monitoraggio per verificare il rispetto degli impegni presi, analogamente a quanto avviene nell'ambito dei prestiti concessi dal FMI.

### 3.1. Partecipazione del settore privato, le *collective action clauses*

Ogni qualvolta lo Stato beneficiario riceve assistenza finanziaria sarà quindi negoziata una partecipazione adeguata e proporzionata del settore privato alla ristrutturazione del debito. La natura e l'entità di tale partecipazione dipenderà dal risultato dell'analisi della sostenibilità del debito, secondo le prassi del FMI, e delle potenziali implicazioni per la stabilità finanziaria della zona euro.

A partire dal luglio 2013 (dal 2012 in caso di anticipazione) clausole d'azione collettiva (CACs) integreranno tutti i titoli di Stato nuovi della zona euro con scadenza superiore ad un anno.

Le clausole di azione collettiva consentono a una maggioranza qualificata di investitori in obbligazioni di modificare i termini di pagamento di un titolo, in maniera giuridicamente vincolante per tutti i detentori del titolo stesso, in modo da facilitare una ristrutturazione ordinata del debito.

In base a studi statistici<sup>26</sup> la presenza di CACs riduce in misura statisticamente significativa i rendimenti dei titoli emessi da paesi con un rating di fascia media. Per gli emittenti con un elevato merito di credito o al contrario con uno standing creditizio molto basso, gli effetti sono invece quantitativamente inferiori e statisticamente poco significativi. L'effetto delle clausole sul rendimento dei titoli sarebbe quindi non lineare sarebbe robusto a diverse verifiche nella specificazione del modello oggetto di stima.

L'impiego delle CACs sarà quindi lo strumento predominante per agevolare un accordo tra il debitore sovrano e i suoi creditori del settore privato nel contesto della partecipazione del settore privato, promuovendo un dialogo ex-ante tra creditore e debitore nella speranza di oliare i negoziati in sede di ristrutturazione del debito, evitando che un singolo creditore possa compromettere il loro buon esito. L'inserimento delle CACs lascerà intatto lo status di creditore del debito sovrano, ed ovviamente un'obbligazione corredata da tali clausole non implica una probabilità più forte d'inadempienza o di ristrutturazione del debito relativamente all'obbligazione in questione.

---

<sup>26</sup> Alfredo Bardozzetti (Banca d'Italia) e Davide Dottori (Banca d'Italia), Tema di discussione n. 897, gennaio 2013, "clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?"

Nonostante le caratteristiche principali delle CACs ricalcheranno quelle entrate nell'uso corrente sui mercati statunitense e britannico a seguito della relazione del G10 in materia, saranno per alcuni aspetti rimodellate in modo da trovare un migliore equilibrio tra effettiva ristrutturazione e interessi dei creditori. Saranno poi introdotte in modo da preservare la parità di condizioni fra gli Stati membri della zona euro trattandosi di clausole identiche e armonizzate alle modalità e caratteristiche dei titoli emessi dai diversi Stati. In tal modo l'impatto giuridico sarà identico in tutte le giurisdizioni della zona euro e sarà quindi possibile preservare la parità di condizioni tra gli Stati membri che ne fanno parte.

#### **4. *Outright Monetary Transactions***

“I tempi che intercorrono tra l'ideazione, la realizzazione e i primi effetti delle riforme possono essere lunghi. Le distorsioni che nel frattempo permangono sui mercati finanziari possono impedire la corretta trasmissione della politica monetaria, mettendo in pericolo l'intero processo”<sup>27</sup>. Riconoscendo questi pericoli il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato, nell'agosto dello scorso anno, nuove modalità di intervento sul mercato secondario dei titoli di Stato costituito dalle *Outright Monetary Transactions* (OMT), l'ultimo strumento sviluppato in ordine di tempo per ripristinare la fiducia dei mercati nella costruzione europea.

Più specificatamente le OMT sono state concepite per ripristinare la trasmissione della politica monetaria, che era venuta meno impedendo alle manovre tradizionali della BCE di essere efficaci in modo omogeneo in tutta l'area dell'Euro.

Le OMT prevedono che la banca centrale intervenga sul mercato dei titoli di Stato acquistando obbligazioni del Paese che ne faccia richiesta. Questi interventi riguardano le obbligazioni con scadenza residua fino a tre anni. Anche per le OMT vale il principio di condizionalità, infatti uno dei presupposti per richiedere l'aiuto è che i paesi interessati devono aver negoziato con gli altri governi dell'area dell'euro un programma nell'ambito del Meccanismo europeo di stabilità (MES) che imponga condizioni rigorose, efficaci e credibili su un orizzonte temporale esteso. I governi

---

<sup>27</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

sono così vincolati a continuare le riforme necessarie, anche in uno scenario in cui la BCE interviene con gli acquisti di titoli. La condizionalità è necessaria a preservare la stabilità dei prezzi e ad assicurare che il programma anti-spread non diventi un semplice palliativo ad una struttura fiscale carente. In particolare, la condizionalità sarà l'incentivo per i governi, a continuare sulla strada delle riforme strutturali e fiscali. Il rispetto della condizionalità è importante perché il programma OMT rappresenti un passo decisivo e funzionale nel riportare l'economia verso un "equilibrio stabile". Inoltre gli obiettivi, ed i corrispondenti strumenti, per la soluzione della crisi del debito sovrano sono interdipendenti per cui i timori sulla reversibilità dell'euro sono legati a quelli circa la sostenibilità dei debiti pubblici dei paesi membri. È per questo che l'attivazione delle OMT e il loro proseguimento sono condizionati a impegni precisi in termini di finanza pubblica e di riforme strutturali nell'ambito di programmi di assistenza.

Nel presentare le OMT la BCE pone l'accento sul fatto che il programma non ha niente a che vedere con la stampa di moneta o il rifinanziamento del debito: “le OMT non implicano finanziamenti dissimulati ai governi” afferma lo stesso governatore Draghi<sup>28</sup>. Per questa ragione la Banca Centrale Europea comprerà dagli investitori sul mercato secondario e non direttamente dai governi, inoltre, in linea con l'atteggiamento tradizionale della BCE, gli acquisti avverranno soltanto per titoli di Stato a maturazione compresa tra 1 e 3 anni.

Anche questo tipo di aiuti prevede il coinvolgimento del Fondo monetario internazionale, sfruttandone l'esperienza nel monitorare i programmi di aggiustamento.

Volendo scomporre i differenziali di rendimento tra titoli di Stato il governatore Ignazio Visco<sup>29</sup> individua due componenti, una “nazionale” e una “europea”, le quali sono tra loro connesse e derivano dai due fattori che sono all'origine della crisi: da un lato, le debolezze delle singole economie e delle rispettive finanze pubbliche (il “rischio di sostenibilità”), elementi che rispecchiano la mancata azione riformatrice

---

<sup>28</sup> Mario Draghi, discorso Università Bocconi, inaugurazione anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012

<sup>29</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

negli anni antecedenti lo scoppio della crisi; dall'altro lato, l'incompletezza del disegno istituzionale europeo e i conseguenti timori di rottura dell'unione monetaria (il cosiddetto "rischio di ridenominazione" ovvero il pericolo che alcuni paesi, costretti ad uscire dall'euro, debbano denominare il debito nella valuta circolante prima della moneta unica).

Il finanziamento dei programmi con le risorse comuni dello *European Stability Mechanism* è un incentivo a proseguire nel rafforzamento della *governance* dell'Unione, indispensabile a ridurre stabilmente la componente "europea" dei differenziali, mentre l'introduzione del programma OMT della banca centrale ha avuto come effetto una decisa riduzione del rischio di ridenominazione e un'attenuazione della frammentazione dei mercati lungo linee nazionali, che impediva alle manovre di politica monetaria di produrre effetti in modo omogeneo in tutta l'area Euro. Ne sono testimonianza i rinnovati segnali di interesse per i titoli di Stato italiani da parte di investitori stranieri e la riduzione dei differenziali tra i rendimenti dei sovrani dei paesi colpiti dalla crisi e quelli dei corrispondenti titoli tedeschi, manifestatasi con un calo notevole dello spread con i Bund: per l'Italia, sulla scadenza decennale, lo spread si è quasi dimezzato, scendendo intorno ai 260 punti base.

Ovviamente le condizioni poste per l'accesso al piano ESM-OMT sono tese ad agire sulla seconda componente che determina gli spread, ovvero quella nazionale, incrementando sia la competitività delle rispettive economie che la sostenibilità dei bilanci pubblici, e quindi la *compliance* ai parametri stabiliti a livello europeo.

Il programma OMT potrebbe sembrare analogo al *Securities Market Programme*, tuttavia vi sono alcune importanti caratteristiche a differenziano i nuovi interventi dal precedente SMP: innanzi tutto la BCE non si pone limiti quantitativi nell'acquisto di titoli di Stato, l'Eurosistema poi non sarà considerato un creditore privilegiato e vi sarà da parte della banca centrale una maggiore trasparenza nel comunicare al pubblico gli interventi effettuati.

Nell'elaborare le nuove modalità di intervento, dalle LTRO fino alle OMT, la BCE ha dovuto misurarsi con la necessità di rimanere nel perimetro del suo mandato, il quale non solo le prescrive come obiettivo primario la stabilità dei prezzi, ma le vieta anche qualsiasi monetizzazione del debito pubblico, secondo un modello di *central banking* che quindi differisce dal quello della Riserva Federale americana che tramite i suoi programmi di *quantitative easing* ha stampato nuova moneta acquistando



titoli del tesoro americano, i cosiddetti *T-Bills*, e MBS, ovvero titoli cartolarizzati avente come sottostante mutui ipotecari.

Proprio per non sconfinare al di fuori del mandato la BCE ha progettato i nuovi aiuti condizionati in modo tale da non causare inflazione: “Le nostre operazioni sono state modulate per far sì che i loro effetti sulle condizioni monetarie siano nulli. Per ogni euro immesso, vi sarà un euro ritirato [...] In tal senso, le OMT non sono in contrasto con il nostro mandato, ma sono invece indispensabili, affinché possiamo continuare a preservare la stabilità dei prezzi”<sup>30</sup>. Ogni eventuale acquisto da parte della BCE di titoli di Stato nell’ambito del programma ESM-OMT sarà quindi sterilizzato, ovvero la banca centrale ritirerà dal mercato la liquidità immessa per l’acquisto dei titoli, lasciando il totale della base monetaria invariato. Non vi sarà spazio per un eccesso di liquidità sui mercati, eccesso che potrebbe avere effetti negativi proprio sull’inflazione; la BCE può così ridurre premi per il rischio eccessivamente alti determinati dal mercato che impedivano un corretto trasferimento della politica monetaria, rimanendo conforme al dettato del mandato.

## 5. Una valutazione delle misure non convenzionali

Durante il periodo della crisi finanziaria la BCE ha assecondato la preferenza delle banche relative al *funding* a lungo termine incrementando la frequenza e la liquidità di volta in volta offerta dalle operazioni di rifinanziamento a lungo termine. Sono state introdotte nuove operazioni LTRO a 3 e 6 mesi fino ad una *maturity* di uno e tre anni, operazione mai effettuata prima dalla banca centrale. Per contrastare l’eccessiva volatilità che caratterizzava il tasso Eonia sul mercato *overnight* all’interno del periodo di mantenimento la BCE ha adeguato le proprie operazioni di immissione di liquidità fornendo un volume maggiore di fondi nella prima parte del periodo venendo incontro ancora una volta alle preferenze degli istituti bancari.

Sono stati inoltre compensati un ampliamento nella domanda di liquidità in dollari statunitensi e un incremento nella volatilità della stessa domanda grazie ad un

---

<sup>30</sup> Mario Draghi, discorso Università Bocconi, inaugurazione anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012

maggior ricorso alle operazioni di *fine-tuning* e attraverso aste di liquidità in dollari, disponibili grazie ad un accordo con la Federal Reserve, il Reciprocal Currency Agreement.

Queste operazioni miravano da un lato a tenere il tasso Eonia a livelli più bassi, ovvero più vicino al tasso ufficiale, obiettivo che giustificava l'erogazione di liquidità a più lungo termine, dall'altro a contrastare le tensioni sui mercati dell'area Euro e in quelli del dollaro statunitense.

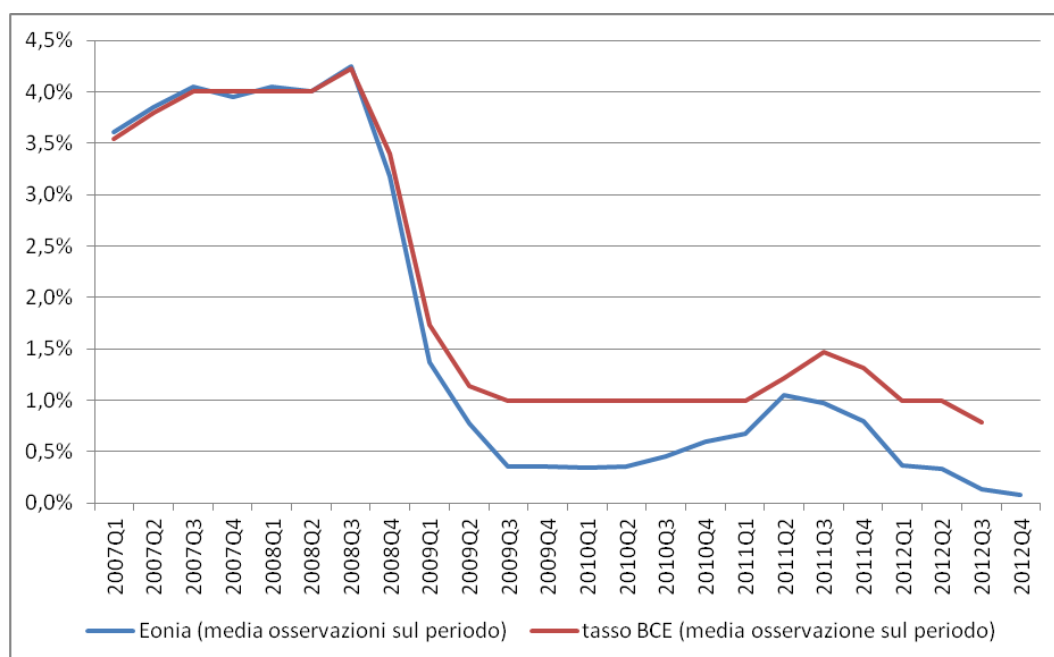
In una prima fase della crisi il tasso Eonia è effettivamente rimasto vicino al tasso ufficiale a conferma che la BCE si è mossa nel modo giusto nel contrastare la volatilità del tasso overnight.

Le LTRO a 3 anni disposte dal Consiglio Direttivo a fine 2011 hanno permesso di evitare che le tensioni finanziarie sfociassero in una crisi di liquidità sistemica che avrebbe comportato un restringimento del credito a famiglie e imprese, un *credit crunch* e quindi un'ulteriore contrazione del output, specie in un'economia *bank-oriented* come è quella europea e quella italiana in particolare.

La BCE è inoltre riuscita nel suo intento di ridurre la frammentazione con la quale gli impulsi del *policy maker* arrivavano all'economia restaurando il funzionamento dei canali attraverso i quali la politica monetaria si trasmette. Ciò è stato possibile anche grazie all'ingente ammontare di liquidità che la banca è stata in grado di immettere sui mercati. L'efficacia si è manifestata anche in un calo dei premi sui CDS (*credit default swaps*, contratti derivati utili alla copertura del rischio di credito, assimilabili ad assicurazioni contro l'insolvenza della controparte) tra le banche italiane e di altri paesi colpiti dalla crisi: tra la data della prima delle due LTRO (21 dicembre 2011) e la fine di marzo del 2012, i premi medi sui CDS delle principali banche dell'area sono scesi di circa 90 punti base ed il differenziale tra il tasso Euribor a tre mesi e il rendimento dei contratti *swap* sul tasso Eonia di pari durata (un indicatore della rischiosità delle banche) è sceso di circa 50 punti base, a 40.

L'effetto delle misure intraprese dalla BCE è evidente osservando l'andamento congiunto del tasso di riferimento e dell'Eonia:

grafico 4: andamento Eonia e tasso di riferimento BCE



Fonte: nostra elaborazione su dati Eurostat e BCE

Chiaramente un così basso tasso sul mercato dei depositi *overnight* ha permesso di alleviare le tensioni presenti sul mercato interbancario e limitare gli effetti negativi della mancanza di fiducia tra gli operatori.

Come per altre misure non convenzionali anche la valutazione dell'efficacia delle LTRO sull'offerta di credito è difficile, anche a causa del fatto che la congiuntura negativa odierna ha indebolito la domanda di prestiti così che l'andamento degli impieghi risulta poco significativo al riguardo.

Non c'è dubbio che queste misure abbiano evitato al sistema finanziario di collassare e all'economia reale di conoscere una contrazione ancora maggiore a seguito della recessione globale. Tuttavia risulta ancora arduo distinguere il contributo di ciascuna misura adottata, anche a causa della mancanza di una prova controfattuale (lo scenario macroeconomico e finanziario che si sarebbe verosimilmente realizzato se la BCE non avesse adottato quelle misure). Non è perciò finora possibile determinare l'efficacia delle singole manovre non convenzionali che hanno permesso alla BCE di tamponare con successo la crisi finanziaria, e quindi definire un set ottimale di strumenti non convenzionali sulla scorta del loro impiego avvenuto finora.

Nel corso del 2012 comunque le tensioni nell'offerta di credito si sono attenuate rispetto alla fine del 2011, come emerge dai risultati delle indagini condotte dalla BCE. Tra le determinanti dell'offerta di credito bancario la componente relativa alle difficoltà di raccolta è stata quella che ha mostrato i maggiori miglioramenti<sup>31</sup>. I fattori alla base della debolezza dell'attività di erogazione di prestiti che si osserva ancor oggi sono altri, e riguardano principalmente la rischiosità dei prenditori e il deterioramento degli attivi bancari, entrambi fattori che con la pesante recessione ancora presente ad inizio 2013 non possono che peggiorare. Se il credito erogato all'economia in alcuni paesi dell'area Euro è ancora inferiore a livelli normali, sicuramente senza l'intervento della BCE la contrazione del credito sarebbe stata ben più profonda di quella osservata.

Il programma OMT è riuscito a conseguire una decisa riduzione del rischio di ridenominazione e un'attenuazione della frammentazione dei mercati lungo linee nazionali, come dimostra l'andamento dei rendimenti dei titoli sovrani italiani rispetto a quelli stranieri : a seguito della comunicazione del programma OMT, per l'Italia, sulla scadenza decennale, lo spread si è quasi dimezzato, scendendo intorno ai 260 punti base.

Ovviamente anche altre componenti determinano il livello degli spread ed ne hanno decretato una riduzione a cavallo tra 2012 e 2013, come gli accordi sul programma di assistenza alla Grecia e i progressi compiuti in sede comunitaria per adeguare l'architettura delle istituzioni europee.

Per quanto riguarda i programmi di acquisto di obbligazioni, prove aneddotiche e report di operatori di mercato suggeriscono che il *Securities Markets Programme* ha contribuito ad evitare un tracollo del sistema finanziario nel maggio del 2010 e che ha avuto successo nel controllare i gravi squilibri che in quel momento potevano produrre gravi effetti su larga scala.

L'annuncio del programma SMP è inoltre coinciso con la decisione dell'Ecofin relativamente ad un pacchetto di misure che comprendevano anche i fondi EFSF e ESM per assistere i paesi in difficoltà, per cui non è facile isolare l'esatto effetto dell'introduzione del programma sulla fiducia dei mercati nella solidità del sistema europeo. È un fatto comunque che dopo la riattivazione del programma ad agosto

---

<sup>31</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

2011 i rendimenti dei titoli italiani e spagnoli si sono ridotti in modo consistente per poi stabilizzarsi su livelli storicamente elevati.

Nonostante le suddette difficoltà nel misurare con precisione l'efficacia delle diverse misure adottate, in letteratura sono comunque presenti diversi studi che hanno per oggetto le innovazioni introdotte in termini di strumenti della politica monetaria.

Analizzando la dinamica del tasso Euribor per diverse *maturity* Abbassi e Linzert (2011) ne descrivono un diverso comportamento prima delle turbolenze di metà 2007 e nella fase successiva, mostrando come dal 2004 al 2007 il tasso era determinato principalmente dalle aspettative sul futuro tasso overnight. Dallo scoppio della crisi, in particolare dopo il crack Lehman, l'Euribor diviene maggiormente sensibile al livello di liquidità in eccesso sui mercati. Secondo gli autori l'incremento della liquidità offerta, pari al 60% in più rispetto al periodo pre-crisi 2004-2007, ha quindi portato un abbassamento del tasso Euribor di circa un punto percentuale. Successivamente l'annuncio delle operazioni LTRO ad un anno ha avuto un effetto sull'Euribor della medesima *maturity*.

Nel fornire una valutazione dell'impatto delle operazioni a tasso fisso e con piena aggiudicazione del capitale (FRFA) sui tassi dei mercati monetario Angelini, Nobili e Picillo (2009) suggeriscono che l'annuncio delle aste ad uno e tre mesi ha contribuito a distendere le tensioni sul mercato interbancario spingendo al ribasso gli spread sulle obbligazioni assicurate e non assicurate di circa 10-20 punti base.

Anche Lenza, Pill e Reichlin (2010) attribuiscono la riduzione del suddetto spread osservata tra Novembre 2008 e Agosto 2009 interamente all'effetto delle misure non convenzionali poste in essere dalla BCE. Dal lato delle principali variabili macroeconomiche gli autori hanno comparato differenti scenari, con e senza l'intervento della politica monetaria tramite gli strumenti non convenzionali, quindi con spread costante ai livelli di Ottobre 2008. Il risultato ha sottolineato l'importanza delle misure adottate dalla banca centrale, in assenza delle quali le dinamiche creditizie sarebbero state ben peggiori. La crescita della produzione industriale sarebbe stata inferiore al livello di metà 2010 del 3% e l'inflazione inferiore dello 0,5%.

Secondo Beirne et al. (2011) il programma di acquisto di covered bond (CBPP) sul mercato secondario ha permesso di ridurre la differenza di rendimenti tra *covered bonds* e *agency bonds* in Germania e Francia di circa mezzo punto percentuale, fenomeno osservato anche in altri paesi della zona Euro. una analisi di regressione lineare che considera anche la crisi del debito sovrano insieme ad altri fattori conferma la riduzione negli spread, sebbene con una intensità minore (10-20 punti base).

Relativamente all'economia italiana Locarno e Secchi (2009) hanno analizzato gli effetti delle nuove misure introdotte dalla BCE, ricavando anche qui risultati positivi per quel che riguarda il mercato interbancario, che ha visto ridursi lo spread tra tassi assicurati e non di circa 100 punti base, e riflettendosi positivamente anche sui tassi a breve termine. Misurando la risposta della crescita dell'output gli autori sostengono che l'intervento eccezionale della banca centrale ha evitato un riduzione della produzione dell'1% cumulativamente sugli anni 2008-2010, riflettendosi anche nella disponibilità di credito mentre si verificava il suo razionamento.

La letteratura esistente è generalmente concorde nell'affermare l'efficacia delle politiche non convenzionali elaborate dalla BCE, sia con riguardo alle condizioni sui mercati finanziari, sia relativamente a variabili macroeconomiche come il livello della produzione e la deflazione, nonché sostenendo la disponibilità di credito.

Nell'area dell'Euro la liquidità immessa nel sistema ha permesso di ridurre il tasso Euribor di 100 punti base, mentre l'acquisto di *covered bond* ha contribuito al calo dei rendimenti sui titoli.

Si è quindi riusciti ad evitare un collasso finanziario ancor più grave di quello avvenuto nonostante i malfunzionamenti nei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, e a limitare le perdite in termini di output.

Un'idea chiave che descrive il ruolo fondamentale della banca centrale è quella che la vede come "produttrice di fiducia"<sup>32</sup>. In questo senso la politica adottata dalla BCE sembra abbia sortito gli effetti sperati se ad oggi, inizio 2013, il livello generale degli spread nell'area Euro è sensibilmente inferiore ai picchi raggiunti nei momenti più bui della crisi. Inoltre, la ricerca sugli effetti macroeconomici delle misure non

---

<sup>32</sup> Ignazio Visco, lectio magistralis, firenze, 18 gennaio 2013

convenzionali di politica monetaria suggeriscono che gli interventi tanto della BCE quanto della Fed si sono rivelati cruciali nell'evitare un collasso totale dell'output e la minaccia della deflazione.

Il giudizio espresso dal governatore Visco al riguardo non lascia dubbi: “Le misure non convenzionali adottate o annunciate dalla BCE (quali ad esempio le LTRO e le OMT) sono state essenziali per mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo, l'obiettivo primario della politica monetaria nell'area dell'euro. Rientrano pienamente nel mandato della BCE. Il successo e la credibilità della sua politica monetaria sono confermati dal saldo ancoraggio delle aspettative di inflazione nell'area. La BCE ha dimostrato di essere pronta ad accompagnare questo cammino, continuando a “produrre la fiducia” necessaria. Le decisioni sin qui prese, in particolare quella relativa alle OMT, hanno contribuito a dissipare il diffuso pessimismo sull'integrità dell'unione monetaria; hanno rafforzato la capacità della banca centrale di orientare le aspettative e i comportamenti nei mercati verso un equilibrio coerente con i fondamentali dell'economia dell'area.”<sup>33</sup>

Una valutazione complessiva dell'esperimento di politica monetaria non può però prescindere dal considerare il costo che la banca centrale potrebbe dover sostenere al momento del ritiro completo delle misure non convenzionali, che resta ancora da misurare, anche in considerazione delle possibili distorsioni indotte da una permanenza eccessivamente prolungata di queste misure e degli effetti sul bilancio della banca centrale.

---

<sup>33</sup> Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, Firenze, 18 gennaio 2013

## CONCLUSIONI

Guardando a indicatori come gli indici azionari e il livello degli spread sovrano nell'area Euro è evidente come dal momento di maggior intensità della crisi la situazione sia migliorata nettamente ad inizio 2013. Innanzi tutto il mercato interbancario sta ricominciando a svolgere la propria funzione, sollevando la banca centrale dall'onere di provvedere alle esigenze di liquidità del settore bancario, anche grazie agli effetti dei suoi interventi sugli *spreads* del mercato monetario. Il tasso Eonia (*European overnight index average*, ovvero il tasso che prevale sul mercato europeo dei depositi overnight) ha conosciuto un netto calo che ha seguito strettamente il percorso del tasso di riferimento. L'Eonia infatti si colloca generalmente all'interno del "corridoio" dei tassi BCE, ed anzi nell'ultimo anno si è appiattito sul tasso di deposito.

Ad inizio 2013 si può dire che la fase di maggior criticità della crisi finanziaria sia passata, gli spread sovrani non sono più da allarme rosso e diversi paesi hanno intrapreso un percorso di riforme che dovrebbe portare a bilanci meno dissestati e ad aumentare la competitività della loro economia. La crisi greca sembra stabilizzata e nonostante i prevedibili effetti sul PIL delle manovre di contrazione fiscale, i fondamentali economici del paese stanno tornando su livelli sostenibili nel lungo periodo<sup>34</sup>, come dimostra il progressivo riequilibrio della bilancia commerciale.

I miglioramenti registrati sui mercati nel periodo tra fine 2012 ed inizio 2013 sono tuttavia riconducibili ad una serie abbastanza variegata di fattori, anche diversi dalle misure non convenzionali della BCE.

Sicuramente la costituzione definitiva di un meccanismo europea di contrasto alle tensioni finanziarie sui debiti pubblici, quale è il programma congiunto ESM-OMT ha posto un cambio di passo alla crisi in quanto si tratta di uno scudo solido e credibile ma al tempo stesso in grado di non lasciare il fianco a comportamento opportunistici da parte dei governi beneficiari (*moral hazard*) grazie ad una precisa condizionalità politica.

Tuttavia anche un altro evento ha avuto effetti benefici per la situazione finanziaria europea, ovvero l'accordo raggiunto tra repubblicani e democratici in

---

<sup>34</sup> IlSole24ore, Otto buoni motivi per dire che la Grecia adesso può rialzare la testa, 20 febbraio 2013



USA sul cosiddetto *fiscal cliff*. Si tratta di una sorta di clausola fiscale posta da un precedente governo a garanzia di un certo equilibrio nei conti pubblici che potrebbe essere paragonata al nostrano aumento delle aliquote iva in caso si rivelasse necessario per ottemperare agli impegni presi in termini di finanza pubblica.

Senza l'accordo sul *fiscal cliff* negli USA sarebbero partiti dei tagli automatici alla spesa particolarmente ingenti con le prevedibili ripercussioni sull'attività economica che avrebbero stroncato la già debole ripresa economica negli Stati Uniti e allungato la recessione in diversi paesi dell'Eurozona.

A fine gennaio 2013 la BCE comunica che le banche beneficiarie dei prestiti Itro a 3 anni rimborseranno un ammontare di risorse maggiore di quanto atteso, segno che la liquidità in eccesso immessa sui mercati non è più necessaria al sostenimento del sistema bancario come poteva esserlo pochi mesi prima. Si tratta di un forte segnale di fiducia che non tarderà a dispiegare i suoi effetti benefici sui vari indici finanziari.

Si può quindi affermare che l'operato della Banca Centrale Europea abbia permesso di raggiungere gli obiettivi che le competono, ovvero riportare stabilità nell'area Euro ripristinando il corretto funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria, riuscendo a districarsi abilmente in un assetto istituzionale certamente più difficile di quello in cui è calata la Riserva Federale, dato che questa ha un set di obiettivi tra cui scegliere in base alla particolare congiuntura economica o politica, flessibilità di cui la BCE di certo non ha goduto.

Se attualmente permangono diversi motivi di preoccupazione, specialmente con riguardo alla crescita, sono a nostro avviso da affrontare all'interno delle istituzioni europee da un lato, con una maggiore attenzione ai temi della crescita, e da parte dei singoli paesi che più pagano la recessione dall'altro, tramite un'attività riformatrice che vada ad operare sui fattori di competitività delle varie economie che presentano ampi margini di miglioramento.

Durante il periodo più intenso della crisi si è arrivato a temere per la stabilità della moneta unica, l'Euro, che avrebbe finito per soccombere al tracollo finanziario di uno dei paesi colpiti dalla turbolenza. Ebbene nonostante una gestione della questione greca tutt'altro che impeccabile specialmente in una prima fase, visti anche gli errori commessi nello stimare i moltiplicatori fiscali, la moneta unica non a mai

mostrato particolari segni di cedimento nel suo valore relativo rispetto ad altre monete.

Rispetto a livelli a cui si è trovato in passato, oggi il valore dell'Euro, almeno con riferimento al dollaro, sembra piuttosto elevato storicamente, non certo una valuta da cui gli investitori fuggono.

A nostro parere attualmente le possibilità di un *breakdown* dell'Euro si sono fatte remote dato che la situazione dei mercati finanziari si sta normalizzando al di là di prevedibili lievi peggioramenti dovuti a motivi congiunturali, come un cambio di legislatura, ma non strutturali.

Piuttosto ciò che dovrebbe interessare i *policy maker* responsabili della moneta unica sono le prospettive future di un'ondata di svalutazioni competitive a livello globale<sup>35</sup>. La Fed con i vari QE ha mantenuto basso il valore relativo del dollaro e più recentemente il nuovo governo giapponese ha operato una netta rottura con la passata politica monetaria della Bank of Japan, assoggettando alle proprie decisioni l'operato della banca centrale inaugurando una nuova stagione di politiche espansive. Il deprezzamento delle valute concorrenti dell'Euro costituisce un grattacapo non da poco dal momento che ciò potrebbe allontanare una ripresa del fiacco PIL europeo e che come abbiamo visto la BCE non giocherebbe ad armi pari con le altre banche centrali a causa dei già più volte citati vincoli istituzionali che le vietano qualsiasi forma di monetizzazione dei debiti pubblici o di finanziamento diretto dell'economia.

---

<sup>35</sup> Si dovrebbe più propriamente parlare di deprezzamento delle valute, fenomeno che si verifica quando il cambio fluttua sul mercato. La svalutazione è invece decisa ex-ante dalla banca centrale e viene attuata quando il cambio è fisso.

## Bibliografia

Alfredo Bardozzetti e Davide Dottori (Banca d'Italia), Tema di discussione n. 897, "clausole di azione collettiva: come influenzano i rendimenti dei titoli sovrani?", gennaio 2013

Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Martina Cecioni, Giuseppe Ferrero, Alessandro Secchi

Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, *The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks*, Ugo Albertazzi, Tiziano Ropele, Gabriele Sene e Federico M. Signoretti

Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, L'indebitamento delle famiglie italiane dopo la crisi del 2008, Silvia Magri e Raffaella Pico

Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (*Occasional papers*), "The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks", Ugo Albertazzi, Tiziano Ropele, Gabriele Sene e Federico M. Signoretti, settembre 2012

Banca d'Italia, *Occasional papers*, *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Cecioni, Ferrero, Secchi, settembre 2011

Banca d'Italia, *Working paper n° 731*, *The interbank market after August 2007: what has changed and why?*, Paolo Angelini, Andrea Nobili, Maria Cristina Picillo, ottobre 2009

Banca d'Italia, Bollettino economico n° 68, aprile 2012

BCE, Bollettino mensile, luglio 2011

BCE, Bollettino mensile, ottobre 2010

BCE, Bollettino mensile, maggio 2008

BCE, Bollettino mensile, febbraio 2013

BCE, Financial Stability Review, giugno 2006

BCE, *Press release*, 15 giugno 2007

BCE, Rapporto annuale 2007

BCE, Rapporto annuale 2008

BCE, *Working paper series n° 1328*, *The effectiveness of monetary policy in steering money market rates during the recent financial crisis*, Puriya Abbassi e Tobias Linzert, aprile 2011

BCE, *Working paper series n° 1253, Monetary policy in exceptional times*, Michele Lenza, Huw Pill e Lucrezia Reichlin, ottobre 2010

BCE, *Working paper series n° 122, The impact of Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary market*, John Beirne, Lars Dalitz, Jacob Ejsing, Magdalena Grothe, Simone Manganelli, Fernando Monar, Benjamin Sahel, Matjaž Sušec, Jens Tapking e Tana Vong, gennaio 2011

BIS, Bank for International Settlements, Annual Report 2008/09

Bloomberg, *"Deutsche Bank No. 1 in Europe as Leverage Hits Valuation"*, 27 marzo 2012

CONSOB, Relazione per l'anno 2009

European Parliament, Directorate General for International Policy, Policy department A: Economic and Scientific Policies, Unconventional Monetary Policy Measures: A *Comparison of the ECB, FED and BoE*, Stefan Collignon, Piero Esposito, Yuming Cui

FRBNY *Economic Policy Review, The Rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in the Financial Intermediation*, Vitaly M. Bord e Joao A. C. Santos

Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, Banca Centrale Europea

Giorgio di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, terza edizione, CEDAM

"Il crollo del settore immobiliare residenziale (USA) ha notevolmente ridimensionato gli investimenti in questo comparto, contribuendo così in modo negativo alla crescita del PIL per 9 decimi di punto", Ministero dell'Economia e delle Finanze, *Relazione Generale Sulla situazione Economica del Paese 2008*

Ignazio Visco, *Lectio magistralis*, <<Ruolo, responsabilità, azioni della Banca Centrale nella "lunga" crisi>>, Firenze, 18 gennaio 2013

Visco Ignazio, *La governance economica europea: riforma e implicazioni*, in particolare Il meccanismo di intervento per le situazioni di grave crisi di uno stato membro, atti dell'intervento tenuto all'Università de L'Aquila l' 8.03.2011, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

Lorenzo Bini Smaghi, *Prometeia*, Bologna, 27 gennaio 2011

Mario Draghi, *Global Investment Conference*, Londra, 26 luglio 2012

Mario Draghi, Università Bocconi, discorso di inaugurazione anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012

Università Cattolica del Sacro Cuore, Laboratorio di analisi monetaria, Osservatorio Monetario n° 1/2008, cap. 3, *"La crisi dei mutui subprime"*, Domenico Delli Gatti

**BIBLIOGRAFIA WEB:**

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.census.gov](http://www.census.gov) : U.S. Departemnt of Commerce, United States Census Bureau

[www.centrostudifinanza.it](http://www.centrostudifinanza.it)

[www.ecb.int](http://www.ecb.int)

[www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov)

[www.forexinfo.it](http://www.forexinfo.it)

[www.it.euribor-rates.eu](http://www.it.euribor-rates.eu)

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

[www.bea.gov](http://www.bea.gov) : U.S. Departemnt of Commerce, Bureau of Economic Analysis