

UNIVERSITÀ DELLA VALLE D'AOSTA
UNIVERSITÉ DE LA VALLÉE D'AOSTE

DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE
CORSO DI LAUREA IN SCIENZE POLITICHE E DELLE RELAZIONI
INTERNAZIONALI

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

TESI DI LAUREA

EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA DELLA BANCA CENTRALE
EUROPEA PRIMA E DOPO LA CRISI DEL 2008

DOCENTE 1° relatore: Prof. NICOLA STRAZZARI

firma originale docente (su tutte le copie)

STUDENTE: 20 F02 532, ANGELES JIMENEZ

firma originale studente (su tutte le copie)

Vorrei ringraziare la mia famiglia per il sostegno che mi hanno dimostrato in questi anni di studio e nell' ultimo anno in particolare.

In particolare vorrei ringraziare e dedicare questo traguardo a mio nonno Eusebio Pastor Benitez Cabrera (Abuelo papa) che nonostante il suo modesto grado scolastico, le restrizioni politiche ed informative di Cuba è stato un grande appassionato di politica estera ed economia e avrebbe molto apprezzato questa tesi.

Infine ringrazio il Prof. Strazzari, relatore di questa tesi di laurea per la disponibilità e precisione dimostratami nel periodo di stesura.

INDICE

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I	
LE POLITICHE MONETARIE	5
1.1 La politica monetaria	5
1.2 La BCE: organismo di diritto comunitario	8
1.3 Gli strumenti convenzionali della Banca Centrale Europea	11
CAPITOLO II	
LA CRISI DEL 2008 E LA RISPOSTA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA...15	
2.1 La crisi finanziaria del 2008 e i suoi effetti	15
2.1.1 Gli interventi del Federal Reserve System	19
2.2 L'Europa e la crisi del debito sovrano	21
2.3 La risposta della Banca Centrale Europea attraverso gli strumenti non convenzionali di politica monetaria	26
CAPITOLO III	
L'EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA EUROPEA	31
3.1 Le politiche monetarie non convenzionali	31
3.2 Il <i>quantitative easing</i> come strumento cardine del cambiamento	38
3.3 Gli effetti della politica monetaria attuata dalla Banca Centrale Europea dopo il 2008	42
3.4 L'evoluzione della politica monetaria dell'unione europea di fronte alle crisi economiche	48
CONCLUSIONI	55
BIBLIOGRAFIA	58

Introduzione

Il presente lavoro intende delineare l'esistenza di un prima e dopo crisi 2008 relativo alla politica monetaria della Banca Centrale Europea, o meglio identificarne la sua evoluzione, precisando che a mutare non è la politica o il suo obiettivo, ma gli strumenti adottati per affrontare la situazione straordinaria della crisi. Di fronte all'attuale peggioramento delle condizioni economiche e al rischio di una nuova crisi a livello globale, mi interessava capire come l'azione della Banca Centrale Europea può contrastare le crisi. La BCE dopo la crisi reagisce varando un pacchetto di azioni, che prima di allora non aveva messo in atto, in considerazione di ciò l'obiettivo prefigurato al termine del lavoro stesso è quello di verificare l'efficacia degli strumenti adottati, cioè delle cosiddette misure non convenzionali. Inoltre considerato che l'economia europea così come quella del resto del mondo ha affrontato una nuova crisi in seguito allo scoppio della pandemia, lo studio non si è fermato a chiedersi semplicemente quale sia stata la valenza degli strumenti adottati, ma se l'esperienza della crisi del 2008 sia stata utile alle autorità monetarie, alla BCE, per affrontare la pandemia e la crisi innescata dalla guerra in Ucraina, in particolare ci siamo chiesti se le scelte della BCE per contrastare la crisi attuale abbiano beneficiato dell'esperienza acquisita in precedenza in reazione alla crisi del 2008. La metodologia che ho usato per raggiungere le conclusioni è stata quella di analizzare i dati di crescita o decrescita economica dei valori inflazionistici, dei consumi, degli investimenti, prima e dopo l'introduzione delle misure non convenzionali.

Occorre sottolineare che il Consiglio direttivo della BCE, fin dall'inizio dell'Unione monetaria, per assolvere il suo mandato ha fatto affidamento sulla strategia di politica monetaria annunciata, cioè quella di mantenere la stabilità dei prezzi¹ nell'area

¹ Il Consiglio direttivo ha adottato nel 1998 la seguente definizione: “per stabilità dei prezzi si intende un aumento sui dodici mesi dell'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) per l'area dell'euro inferiore al 2 per cento. Essa deve essere mantenuta in un orizzonte di medio termine.” Inoltre, a seguito dell'approfondito riesame della strategia di politica monetaria condotto nel 2003, il Consiglio direttivo ha precisato che, nel quadro di tale definizione, si prefigge di mantenere l'inflazione misurata sullo IAPC “su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento”. Tale approccio permette di mantenere un sufficiente margine di sicurezza per contrastare il rischio di deflazione o di livelli di inflazione molto bassi. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806it.pdf>

dell'euro. Garantire questo dato vuol dire innalzare il tenore di vita attraverso diversi canali, preservare il valore reale dei redditi e della ricchezza, mentre l'inflazione inattesa determina inevitabilmente redistribuzioni arbitrarie e indesiderate.

Nel presentare l'obiettivo del lavoro abbiamo usato il termine crisi, come un evento divisorio, tra un prima e un dopo, che fa scaturire l'esigenza di nuove soluzioni. In economia una definizione unitaria di crisi non esiste, essa è, infatti, la combinazione di diversi fattori, economici e finanziari, che influenzano il mercato e la sua capacità di reagire alle situazioni di difficoltà.

La volontà di analizzare e capire gli interventi della BCE in una situazione quindi di perturbazione, di grave instabilità ci condurrà a descrivere, analizzare e verificare quelli che sono i nuovi strumenti adottati dalla BCE. Guarderemo le conseguenze di un tale evento, per percepire il dato lasciato dalla politica monetaria antecedente la crisi, come uno stato di artificiale tranquillità dei mercati che come definito da Mario Draghi, "aveva in Europa per lungo tempo permesso politiche economiche sbagliate o semplicemente incoraggiato l'inazione in paesi che avevano profondo bisogno di consolidamento di bilancio e di riforme strutturali".²

Il lavoro presente suddiviso in tre capitoli mette in luce un percorso che nel primo di questi capitoli ci riporta ad una situazione pre-crisi, con una prospettiva teorica definiremo che cosa s'intende per politica monetaria e quali sono le sue caratteristiche ed effetti. Questo per poter poi capire successivamente il perché di determinate scelte. Ci soffermiamo sull'organismo centrale dello studio, la BCE, delineandola in breve attraverso i dati riportati dall'articolo 105 del Trattato di Maastricht il Protocollo sullo Statuto del Sistema Europeo di Banche Centrali e della Banca Centrale Europea, per comprenderne la struttura, le responsabilità e compiti. Passiamo poi all'esame di quelle che sono state ritenute le misure convenzionali della politica monetaria della BCE, gli strumenti usati per porre in essere il proprio obiettivo fino al 2008.

Nel secondo capitolo prendiamo in esame la crisi finanziaria del 2008, partendo da quanto accaduto nell'estate del 2007, negli Stati Uniti d'America. In particolare come descritto da Draghi "dall'epicentro della crisi, la liquidità necessaria alle banche per

² Discorso di Mario Draghi, Presidente della BCE, Università Bocconi Inaugurazione anno accademico 2012/2013, Milano, 15 novembre 2012
https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121115_1.it.html

rifinanziare gli attivi in scadenza che era divenuta improvvisamente molto scarsa³. Nel capitolo secondo presentiamo la cronologia delle tappe della crisi e contestualmente gli interventi della banca centrale americana, *Federal Reserve System*, per capire le azioni dirette dove tutto ha origine, l'immediata concessione di liquidità⁴ a banche ed istituzioni finanziarie, l'applicazione di strumenti non convenzionali antecedentemente la BCE.

Il capitolo prosegue con la disamina del debito sovrano, la crisi giunta in Europa, trova una realtà differente rispetto l'America, alcuni paesi dell'Eurozona mostrano una maggiore vulnerabilità a causa del debito pubblico con una sofferenza a livello del PIL. La crisi diviene quella della sfiducia tra le stesse banche, allora l'intervento della BCE si muove lungo nuove misure, inizialmente non fece mancare liquidità alle banche illiquide ma solvibili, ma le prime misure non convenzionali utilizzate dalla BCE furono introdotte nel contesto dell'*enhanced credit support*, per proseguire con operazioni di rifinanziamento, accordi e piani di salvataggio nei confronti degli Stati che hanno rischiato di perdere la possibilità di restare all'interno dell'Eurozona, in particolare la Grecia.

Nel terzo capitolo analizziamo le misure non convenzionali della BCE, gli strumenti che hanno caratterizzato la politica monetaria post crisi, in particolare ci soffermiamo sullo strumento del *quantitative easing*, dopo una sua definizione, analizziamo come esso agisce e soprattutto passiamo a considerare l'uso dello stesso in Europa a partire solo dal 2015. A questo punto focalizziamo gli effetti delle azioni messe in atto dalla BCE, per poter verificare l'efficacia dell'intervento stesso della BCE, obiettivo del lavoro, considerando i programmi e gli strumenti adottati in relazione all'obiettivo prefissato, seguiamo l'andamento del tasso d'inflazione IAPC e gli effetti sull'economia reale, i consumi, gli investimenti, il costo del prodotto.

Infine andiamo oltre il periodo d'instabilità determinato dalla crisi finanziaria del 2008 e analizziamo la risposta e la strategia della BCE in relazione agli eventi scaturiti negli ultimi due anni, a partire da marzo 2020, la risposta immediata e gli strumenti messi in

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130506.it.html>

⁴ Agli albori della crisi, all'indomani del fallimento di Lehman Brothers nel 2008, il rischio di liquidità sul mercato interbancario minacciava alle fondamenta la struttura stessa del sistema dei pagamenti. Il rischio catastrofico si manifestò in un'abnorme rivalutazione del premio di liquidità sul credito tra operatori finanziari. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130506.it.html>

atto fino ad oggi. In questa parte l'analisi è limitata all'intervento specifico, considerando che dinnanzi all'imprevedibile si risponde con qualcosa di eccezionale, con una nuova Strategia varata nel 2021, dove l'insieme dei tassi di interesse della BCE continua a essere il principale strumento di politica monetaria mantenendo in vigore le misure non convenzionali.

Infine, nelle conclusioni, in relazione ai dati raccolti, sintetizziamo se la BCE ha mantenuto il suo obiettivo di strategia attraverso le misure non convenzionali adottate, se realmente innanzi alla nuova prospettiva di crisi dovuta prima alla pandemia e dopo al conflitto in Ucraina la risposta attuata dalla BCE può avere efficacia o meno

CAPITOLO I

LE POLITICHE MONETARIE

1.1 La politica monetaria

“La politica monetaria consiste nell’aumento o nella riduzione della quantità di moneta in circolazione e nella disciplina del credito. Si attua tramite variazioni dei tassi di cambio e dei tassi di interesse⁵”.

Si può specificare che essa è l’insieme delle decisioni e degli strumenti usati dalla banca centrale per orientare e modificare la quantità e il costo della moneta nel sistema economico. È la capacità di modificare queste variabili, al fine di indirizzare la crescita del PIL e tenere sotto controllo la crescita dell’inflazione di un Paese⁶.

La politica monetaria, quindi, è uno strumento usato dallo Stato per influenzare il livello del reddito e quindi dell’occupazione, essa, dunque intesa nel senso più ampio in modo tale da comprendere anche la politica creditizia, è l’insieme dei provvedimenti che le autorità di politica monetaria adottano per regolare la quantità complessiva di moneta secondo le esigenze della congiuntura che attraversa il paese, e in certa misura, per indirizzare la moneta stessa verso gli impieghi più opportuni⁷.

Le modalità di azione della politica monetaria possono essere analizzate nella sua esplicazione pratica, essa infatti agisce, come già detto, sulla massa monetaria e sul tasso di

⁵ Damato, Romeo, *Economia e storia del pensiero economico*, Tramontana, Milano, 1990. P.588

⁶ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.it.html>

⁷ Damato, Romeo, *Economia e storia del pensiero economico*, p. 117

interesse. Questa variazione avviene con un aumento o una diminuzione dell'offerta di moneta, cioè con una vera e propria azione diretta ad influenzare il mercato della moneta da parte della banca centrale ed in modo indiretto il mercato reale dei beni e dei servizi, attraverso quello che viene definito *meccanismo di trasmissione della politica monetaria*⁸.

La politica monetaria può essere espansiva o restrittiva, in linea con le finalità che le autorità monetarie di un Paese vogliono perseguire. Una politica espansiva, incentivando individui e imprese a prendere in prestito, spendere e investire, mira a stimolare l'attività economica. Una politica restrittiva, limitando la spesa e incentivando il risparmio, al contrario, funge da freno alla corsa dell'economia in generale e dell'inflazione in particolare

La politica monetaria, tradizionalmente si pone degli obiettivi finali e obiettivi intermedi, i primi concernono l'andamento di alcune variabili macroeconomiche fondamentali, come inflazione, reddito, occupazione, pareggio dei conti con l'estero. Queste variabili sono direttamente legate al benessere sociale, ma non sono direttamente controllabili, per questo motivo sono stati introdotti gli obiettivi intermedi, caratterizzati da una relazione stabile con gli obiettivi finali. Gli obiettivi intermedi sono variabili relative al mercato monetario, come tassi di interesse a breve o lungo termine, aggregati monetari o creditizi o tassi di cambio, gestibili in modo più agevole dalle autorità di politica monetaria con gli strumenti di cui dispongono. Essi controllati dalla politica monetaria permettono nelle fasi di mezzo di raggiungere gli obiettivi finali in modo indiretto, ma efficace. Esistono poi anche delle variabili relative al mercato interbancario, detti obiettivi operativi, perché tenute sotto controllo giornalmente dalle banche centrali. Anche questi obiettivi possono essere espressi in termini di tasso di interesse o di aggregati quantitativi⁹

La funzione della politica monetaria in linea generale ha quindi un duplice obiettivo, quello di mantenere la stabilità dei prezzi, attraverso un'inflazione bassa e stabile; quello di stabilizzare la produzione intorno al suo livello potenziale, al fine di evitare, o almeno limitare, recessioni e boom economici¹⁰.

⁸ Meccanismo di trasmissione della politica monetaria, questo processo ha natura complessa e, sebbene sia compreso nelle sue linee essenziali, non vi è un'interpretazione univoca e incontrastata di tutti i suoi aspetti. Si tratta nel breve periodo, di una variazione dei tassi di interesse del mercato monetario indotta dalla Banca Centrale che attiva una serie di meccanismi e di reazioni degli operatori che si ripercuoteranno, in ultima analisi, sugli andamenti di variabili economiche come il prodotto o i prezzi.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf>

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf>

¹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf>

La politica monetaria pone i suoi effetti sia nel breve sia nel medio e nel lungo periodo, fino agli anni novanta le banche centrali fissavano un obiettivo di crescita della moneta nominale¹¹ nel medio periodo e pensavano alla politica monetaria di breve periodo in termini di deviazioni della crescita della moneta nominale da quell'obiettivo. Nell'ultimo decennio del secolo scorso però questo approccio è cambiato. La maggior parte delle banche centrali ha adottato un tasso di inflazione obiettivo invece di un tasso di crescita della moneta nominale e pensa alla politica monetaria di breve periodo in termini di andamento del tasso di interesse nominale invece che in termini di crescita della moneta nominale¹². Relativamente al breve periodo influisce sia sul livello sia sulla composizione della produzione, un aumento della moneta riduce i tassi di interesse provoca un deprezzamento della valuta, che a sua volta fa aumentare la domanda di beni e la produzione. In relazione al medio obiettivo della funzione della politica monetaria, essa risulta neutrale, le variazioni del livello della moneta alla fine generano un aumento proporzionale dei prezzi, le variazioni del tasso di crescita della stessa si riflettono in variazioni del tasso d'inflazione¹³.

In un'analisi della politica monetaria, infine, distinguiamo tra strumenti, target e obiettivi. I primi sono mezzi che servono per perseguire uno scopo e non rappresentano di per sé delle finalità. La differenza tra questi risiede nel fatto che i primi si trovano sotto il controllo diretto della banca centrale, mentre i secondi costituiscono generalmente tappe intermedie per il raggiungimento di un dato obiettivo¹⁴.

¹¹ Il valore nominale della moneta è il valore impresso sulla moneta che viene, convenzionalmente, attribuito ad essa. https://www.dirittoeconomia.net/economia/moneta/valore_moneta.htm

Si tratta del valore meramente numerico segnato sulla moneta, riferito all'unità di misura monetaria come l'euro o il dollaro. Il codice civile ne parla, ad esempio, quando stabilisce che il pagamento dell'obbligazione pecuniaria va fatto con moneta che abbia corso legale nello Stato al tempo dell'adempimento e per il suo valore nominale (art. 1277 del c.c.). Rispetto al valore nominale, il valore reale del denaro può essere ben diverso, in quanto quest'ultimo corrisponde al suo vero potere d'acquisto. <https://www.brocardi.it/dizionario/1652.html>

¹² Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, Milano, il Mulino, 2014, p.568

¹³ Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. p.563

¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.it.html>

1.2 La BCE: organismo di diritto comunitario

La BCE che attua una politica monetaria unica per tutti i suoi membri, all'inizio del suo incarico era soggetta al perseguimento di un solo obiettivo, quello della stabilità dei prezzi; obiettivo che doveva essere non soltanto suo ma anche delle altre Banche centrali dell'Unione europea monetaria, che andarono a costituire il cosiddetto Sistema europeo di Banche centrali (Sebe), insieme alla Bce. “L'articolo 105 del trattato di Maastricht stabilisce testualmente, infatti, che *«l'obiettivo principale del Sebe è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il Sebe sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2»*. Dunque questi, relativi alla crescita economica, all'occupazione, al rispetto dell'ambiente, alla coesione sociale e alla solidarietà, sono di importanza soltanto secondaria, per la politica monetaria comune, rispetto alla stabilità dei prezzi¹⁵”.

La BCE è stata istituita con il Trattato di Maastricht (1992) e costituita il 1° giugno 1998, ha sede a Francoforte. Il Trattato CE ha istituito la BCE in quanto organismo specializzato e indipendente per la conduzione della politica monetaria e l'esecuzione delle funzioni connesse. A tal fine, la BCE è stata dotata di personalità giuridica nonché di poteri e organi decisionali propri. La sua organizzazione quale banca centrale risponde alla natura specifica della politica monetaria, vale a dire una funzione di politica pubblica assolta principalmente mediante operazioni sui mercati finanziari.

La BCE assicura che i compiti attribuiti all'Eurosistema siano assolti mediante le attività proprie o attraverso le banche centrali nazionali questo in conformità dell'articolo 9.2 dello Statuto del SEBC. In relazione al ruolo statutario la BCE svolge diverse funzioni specifiche:

- costituisce il nucleo decisionale del SEBC e dell'Eurosistema;
- assicura un'attuazione coerente delle politiche della BCE;
- esercita poteri normativi e il diritto di imporre sanzioni;

¹⁵ Carlucci F., *L'Europa Monetaria*, in Rivista di Studi Politici Internazionali , GENNAIO-MARZO 2013, Nuova Serie, Vol. 80, No. 1 (317) (GENNAIO-MARZO 2013). p.16-17

- esercita il diritto di iniziativa legislativa a livello comunitario e riveste funzioni consultive nei confronti delle istituzioni della Comunità e degli Stati membri dell'UE in merito a proposte di disposizioni legislative;
- verifica il rispetto delle disposizioni degli articoli 101 e 102 del Trattato;
- svolge i compiti precedentemente affidati all'Istituto Monetario Europeo (IME) che restano da assolvere nella Terza fase dell'Unione Economica Monetaria) UEM poiché non tutti gli Stati membri dell'UE partecipano all'UEM.

Infine sulla base della suddivisione dei poteri prevista dal Trattato CE, la BCE rappresenta l'area dell'euro a livello internazionale nella propria sfera di competenza. L'euro e la BCE si distinguono rispettivamente dalle valute nazionali e dalle banche centrali nazionali per il loro carattere sovranazionale, nel contesto di una comunità di Stati sovrani.

La BCE è, quindi, un'autorità centrale che conduce la politica monetaria per un'area economica costituita da Stati¹⁶ altrimenti in ampia misura autonomi.

Il presidente¹⁷ della BCE rappresenta la banca nelle riunioni ad alto livello dell'UE e internazionali. Gli organi della BCE sono il Consiglio direttivo e il Comitato esecutivo secondo l'articolo 9.3 dello Statuto. Un terzo organo, il Consiglio generale, cesserà di esistere nel momento in cui tutti gli Stati membri dell'UE avranno adottato l'euro, articolo 45 dello Statuto. Il funzionamento di questi organi è disciplinato dal Trattato, dallo Statuto del SEBC e dal Regolamento interno. Gli organi decisionali della BCE rivestono una duplice funzione: governare, da un lato, la BCE e, dall'altro, l'Eurosistema e il SEBC¹⁸.

¹⁶ Dal 1° gennaio 2015 l'area dell'euro comprende diciannove Paesi: Austria, Belgio, Cipro, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Portogallo, Slovacchia, Slovenia, Spagna.

Il Regno Unito è stato Stato membro dell'Unione europea dal 1973 al 2020.

Il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) si compone della BCE e delle BCN dei 27 Stati membri dell'UE (Austria, Belgio, Bulgaria, Cipro, Croazia, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Malta, Paesi Bassi, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia, Spagna, Svezia, Ungheria)
<https://www.bancaditalia.it/chiamo/eurosistema/index.html#:~:text=Il%20Sistema%20europeo%20di%20bancaditalia.it,Polonia%2C%20Portogallo%2C%20Repubblica%20Ceca%2C>

¹⁷ Presidente della Banca Centrale europea è dal 1 novembre 2019 la francese Christine Lagarde. Lagarde succede a Mario Draghi che ha ricoperto la carica dal 1 novembre 2011 al 31 ottobre 2019.
<https://www.politicheeuropee.gov.it>

¹⁸ LA Banca Centrale Europea „Storia, Ruolo E Funzioni HANSPETER K. SCHELLER SECONDA EDIZIONE 2006, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006it.pdf>

Fulcro della politica monetaria dell'Eurozona è la BCE, istituto pubblico addetto all'emissione e al credito, che ha l'esclusività¹⁹ sulla capacità di stampare moneta e immetterla sul mercato. Il cosiddetto potere di "signoraggio"²⁰. E come specificato la decisione di politica monetaria più importante è solitamente quella sui tassi di interesse di riferimento. Qualsiasi modifica dei tassi di riferimento incide, a sua volta, sui tassi di interesse che le banche commerciali applicano ai prestiti concessi alla clientela. I tassi posti dalla BCE sono, quindi, il parametro principale per la definizione delle principali operazioni di rifinanziamento, cioè determinano il costo del denaro. Questo fa sì che nelle banche si abbiano effetti diretti sul credito concesso a famiglie e imprese. Quando i tassi sono bassi vengono stimolati gli investimenti e i consumi con la naturale conseguenza di una maggiore circolazione della liquidità; invece i tassi vengono spostati verso l'alto, quando si vuole impedire una inflazione eccessiva. In altre parole, questa decisione influisce sulla spesa per consumi e sugli investimenti delle imprese.

Per la BCE l'obiettivo della politica monetaria è preservare la stabilità dei prezzi, ossia mantenere l'inflazione al 2% nel medio termine. Queste condizioni aiutano la Banca Centrale Europea a sostenere le politiche economiche generali dell'UE che mirano alla piena occupazione e alla crescita economica²¹.

La capacità della Banca centrale di stabilire la quantità di base monetaria in circolazione determina il funzionamento della politica monetaria. Tale istituto può controllare le condizioni del mercato monetario grazie al monopolio nell'offerta della base monetaria (della moneta legale principalmente), in questo modo si crea la possibilità di influenzare il livello e l'andamento dei tassi di interesse a breve termine. Infatti, la funzione per la quale

¹⁹ Ai sensi dell'articolo 106 del Trattato CE e dell'articolo 16 dello Statuto del SEBC il Consiglio direttivo della BCE ha il diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote nell'area dell'euro. La BCE e le BCN sono le uniche istituzioni che hanno titolo all'effettiva emissione di banconote aventi corso legale nell'area. L'articolo 106, paragrafo 2, del Trattato limita alle monete metalliche i diritti di emissione dei paesi partecipanti all'area, "con l'approvazione della BCE per quanto riguarda il volume del conio". LA Banca Centrale Europea *,Storia, Ruolo E Funzioni* HANSPETER K. SCHELLER SECONDA EDIZIONE 2006,

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006it.pdf>

²⁰ Il signoraggio è la creazione di moneta è uno dei modi in cui il governo può finanziare la sua spesa. In altre parole, la creazione di moneta è un'alternativa al prestito presso il pubblico o all'introduzione di nuove imposte. Il governo di solito non «crea» moneta per pagare la sua spesa. Quello che il governo può fare è emettere titoli e spendere il ricavato. Se invece questi titoli sono acquistati dalla banca centrale, che crea moneta per pagarli, il risultato è lo stesso: a parità di altri fattori, i ricavi dalla creazione di moneta - cioè il signoraggio - consentono al governo di prendere a prestito una somma minore o di ridurre le imposte. Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, Milano, il Mulino, 2014, p. 566-67

²¹ <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.it.html>

è nata la Banca Centrale è proprio quella di gestire la politica monetaria dell'Eurozona, è mantenere la stabilità dei prezzi, favorendo in tal modo la crescita e l'occupazione²².

1.3 Gli strumenti convenzionali della Banca Centrale Europea

La Banca Centrale Europea per il controllo del suo obiettivo finale, la stabilità dei prezzi, usa degli strumenti di politica monetaria, questo è dovuto all'esistenza di un complesso meccanismo di trasmissione delle misure di politica monetaria sull'andamento dei prezzi che coinvolge i mercati finanziari e il resto del sistema economico. La strategia²³ della BCE è stata attuata negli anni anteriori al 2007 attraverso quelli che oggi sono definiti strumenti convenzionali.

Gli strumenti cosiddetti convenzionali si possono racchiudere in tre categorie: operazioni di mercato aperto, le operazioni su iniziativa delle controparti, riserva obbligatoria²⁴.

Le operazioni di mercato aperto o *open market operations* vengono effettuate dalle banche centrali nel mercato interbancario per regolare la quantità di moneta in circolazione. In particolare, si tratta di operazioni di acquisto o di vendita attraverso le quali la banca centrale amplia o riduce la base monetaria. Per base monetaria si intende la somma dello stock di valuta in circolazione, delle riserve e dei depositi detenuti presso un sistema finanziario; costituisce una passività nel bilancio della banca centrale. Attraverso le operazioni di mercato aperto la banca centrale acquista e vende titoli di stato, iniettando e ritirando moneta dal sistema. I titoli oggetto di tali operazioni sono collocati sul mercato attraverso un'asta riservata a grandi investitori istituzionali i quali, in un secondo momento, rivendono tali titoli ai propri clienti o altri agenti economici. Esistono diversi

²² [https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/profiles/ecb_it#:~:text=La%20Banca%20centrale%20europea%20\(BCE,la%20crescita%20e%20l%27occupazione.](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies/profiles/ecb_it#:~:text=La%20Banca%20centrale%20europea%20(BCE,la%20crescita%20e%20l%27occupazione.)

²³ Per Strategia di politica monetaria s'intende l'insieme delle procedure mediante le quali la BCE perviene alla scelta delle azioni in grado di conseguire l'obiettivo finale. Aresti A. P. *Rivista Internazionale di Scienze Sociali* Anno 107, No. 4 (Ottobre-Dicembre 1999), p.434 in Vita e Pensiero – Pubblicazioni dell'Università Cattolica del Sacro Cuore

²⁴ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmongaranzie/strumenticonvenzionali/index.html?dotcache=refresh>

tipi di aste: operazioni di rifinanziamento principali (aste settimanali), operazioni a più lungo termine (aste a tre mesi) e operazioni a lunghissimo termine (fino a tre anni)²⁵.

Le operazioni di mercato aperto, quindi, svolgono un ruolo importante per la conduzione della politica monetaria, nel perseguire gli obiettivi di controllare i tassi di interesse, di determinare le condizioni di liquidità sul mercato e di segnalare l'orientamento della politica monetaria. Per quanto concerne gli obiettivi, i tempi e le procedure, le operazioni di mercato aperto del sistema europeo possono dividersi in quattro categorie: operazioni di rifinanziamento principali, operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, operazioni di *fine-tuning* e operazioni di tipo strutturale. Le operazioni temporanee sono il principale strumento di mercato aperto e possono essere utilizzate in tutte e quattro le categorie di operazioni. L'emissione di certificati di debito è lo strumento più frequentemente utilizzato per operazioni di assorbimento di liquidità di carattere strutturale. Inoltre, il sistema europeo, ha altri tre strumenti a disposizione per effettuare operazioni di *fine-tuning*: le operazioni definitive, le operazioni di *swap* in valuta e la raccolta di depositi a tempo determinato²⁶.

Le operazioni di mercato aperto, riassumendo, possono essere condotte attraverso altri strumenti, diversi dall'acquisto o vendita di titoli di stato:

- operazioni temporanee (da attuarsi sulla base di contratti di vendita/acquisto a pronti con patto di riacquisto/vendita a termine o di prestiti garantiti);
- *swap* in valuta a fini di politica monetaria;
- raccolta di depositi a tempo determinato (operazione di solo assorbimento di liquidità);
- emissione di certificati di debito;
- operazioni definitive.

Le operazioni di mercato aperto rappresentano il principale strumento di politica monetaria convenzionale attraverso il quale la banca centrale assolve al proprio compito istituzionale di determinare le condizioni di liquidità sul mercato finanziario²⁷.

Le operazioni su iniziativa delle controparti consentono alle banche commerciali di ottenere prestiti (operazioni di rifinanziamento marginale) o costituire depositi (operazioni di deposito) *overnight*, cioè a brevissimo termine, dalla banca centrale. Queste operazioni sono finalizzate a immettere e ad assorbire liquidità *overnight*, a segnalare l'orientamento

²⁵ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/operazioni-mercato-aperto.htm>

²⁶ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98it.pdf>

²⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/operazioni-mercato-aperto.htm>

generale della politica monetaria e a fornire un limite alle fluttuazioni dei tassi di interesse del mercato *overnight*.

Il tasso di rifinanziamento marginale è il tasso al quale le banche commerciali possono ottenere finanziamenti a brevissimo termine dalla banca centrale al di fuori delle operazioni di mercato aperto; il tasso di deposito è il tasso di interesse sul denaro depositato dalle banche commerciali presso la banca centrale. Poiché le operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito sono sempre accessibili alle controparti, i rispettivi tassi delimitano, per arbitraggio di mercato, il “corridoio” all’interno del quale oscilla il tasso di interesse del mercato *overnight*; in particolare il tasso sui depositi rappresenta il livello minimo e il tasso di rifinanziamento marginale il livello massimo, entro i quali oscillano i tassi overnight sul mercato. In condizioni normali, per queste operazioni non sono previsti limiti quantitativi né altre restrizioni di accesso, ad eccezione della necessità di presentare attività a garanzia in misura sufficiente. Il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale costituisce in genere un limite massimo per il tasso di interesse del mercato *overnight*²⁸.

Le operazioni su iniziativa delle controparti sono gestite dalle banche centrali nazionali a livello decentrato e sono finalizzati a soddisfare esigenze temporanee di liquidità delle controparti.

Nell'ambito della sua politica monetaria convenzionale, la BCE può decidere di aumentare o ridurre l'ammontare del suo obbligo di riserva²⁹ per influenzare il livello di offerta di moneta: un aumento (riduzione) delle riserve obbligatorie accresce (diminuisce) il fabbisogno di liquidità delle banche. Tali riserve possono assumere la forma di contante, titoli di debito o strumenti monetari.

²⁸ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98it.pdf>

²⁹ Il regime di riserva obbligatoria si applica agli istituti di credito dell'area dell'euro e mira principalmente a stabilizzare i tassi di interesse del mercato monetario e a creare o ampliare un fabbisogno strutturale di liquidità. La riserva dovuta da ciascuna istituzione è determinata in relazione a poste del suo bilancio. Al fine di favorire la stabilizzazione dei tassi di interesse, il regime di riserva obbligatoria del SEBC consente alle istituzioni di utilizzare un meccanismo di mobilizzazione della riserva. L'adempimento degli obblighi di riserva è verificato sulla base delle riserve medie giornaliere detenute da un'istituzione nel periodo mensile di mantenimento. L'ammontare delle riserve obbligatorie detenute dalle istituzioni è remunerato in base al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali del SEBC. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98it.pdf>

Insieme alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, la riserva obbligatoria si utilizza principalmente per contenere la volatilità dei tassi a breve termine sul mercato monetario³⁰.

Le operazioni esaminate vengono disposte dalla BCE a seconda del periodo di crescita o di crisi. Nell'ipotesi di un'economia in crescita eccessiva, come già esaminato in termini generici possono essere attuate politiche monetarie restrittive, che si perseguono sia attraverso l'aumento del livello obbligatorio di riserve detenute dalle banche commerciali, sia tramite la vendita di titoli sul mercato: entrambe le operazioni hanno l'effetto di ridurre l'offerta di moneta, il primo limitando la possibilità delle banche commerciali di concedere prestiti e il secondo ritirando circolante dal mercato. Tali variazioni causano un aumento del tasso di interesse nominale che spinge gli agenti economici a depositare la moneta in banca piuttosto che detenerla in forma liquida, con conseguente riduzione della domanda aggregata e della produzione. Al contrario, in caso di crisi, per evitare di scivolare nella recessione profonda, le banche centrali devono espandere la liquidità in circolo, spingendo al ribasso il livello dei tassi di interesse, per rendere meno conveniente il risparmio e quindi incentivare il consumo e l'occupazione, in modo da dare una spinta alla crescita economica; in tal caso le banche centrali riducono l'offerta di moneta acquistando obbligazioni statali dal mercato o allentando i limiti delle riserve bancarie obbligatorie. In altre parole, tramite il controllo dei tassi di interesse nominali di breve periodo, le banche centrali sono in grado di gestire le condizioni di liquidità nei mercati monetari, riuscendo quindi a perseguire il loro obiettivo primario di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio termine. Le politiche monetarie standard risultano perciò un sistema adeguato ed efficace nel garantire il buon funzionamento dei mercati monetari, nel fornire sufficiente stimolo monetario per l'economia durante le recessioni e nel contenere le pressioni inflazionistiche durante i periodi di ripresa. Si deduce, quindi, che le misure tradizionali di politica monetaria sono operazioni praticamente meccaniche: le banche centrali regolano la liquidità all'interno del sistema in base al livello di tassi di interesse a breve termine utile per il raggiungimento dei propri obiettivi economici³¹.

³⁰ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98it.pdf>

³¹ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

CAPITOLO II

LA CRISI DEL 2008 E LA RISPOSTA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA

2.1 La crisi finanziaria del 2008 e i suoi effetti

L'origine di questa crisi avviene negli Stati Uniti nell'estate del 2007, poi diffusasi in Europa e rapidamente nel mondo intero³² ed è stata una vera e propria crisi finanziaria, iniziata nel cosiddetto mercato dei mutui *subprime*, una piccola parte del mercato immobiliare statunitense che eroga mutui a coloro che hanno una probabilità relativamente alta di non essere poi in grado di ripagare. Nel 2006 i mutui *subprime* erano il 20% di tutti i mutui per la casa, eppure le difficoltà di questo settore marginale del mercato ipotecario americano hanno scosso i mercati finanziari di tutto il mondo³³.

La diminuzione del valore degli immobili, dati in garanzia, che condusse all'insolvenza di tanti mutuatari, verificatasi nel 2008, poteva significare nella pratica un possibile fallimento degli istituti di credito emittenti i titoli basati sui mutui, oppure il mancato onorare i debiti fatti, oppure la perdita di valore in parte o totalmente dei titoli emessi. In

³² È nel marzo del 2007, se proprio si vuole stabilire un punto di partenza, che si hanno i primi eventi di rilievo: il 12 del mese le azioni di una società poco conosciuta come New Century Financial, che come attività principale aveva appunto la concessione di mutui *subprime* alla propria clientela, vengono sospese perché è a rischio la solvibilità dell'azienda stessa. Pochi si rendono conto della portata dell'annuncio, ma da lì in poi sarà un continuo crescendo di eventi, che coinvolgerà prima il resto degli Stati Uniti, poi il mondo intero: Countrywide, Bear Stearns, la francese Bnp Paribas in estate, la britannica Northern Rock in autunno. <https://www.ilsole24ore.com/art/dieci-anni-fa-bufer-a-subprime-tre-lezioni-grande-crisi-AE1bTpo>

³³ Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. p.293

realtà queste ipotesi si verificarono e l'economia mondiale si ritrovò in una vera e propria recessione³⁴.

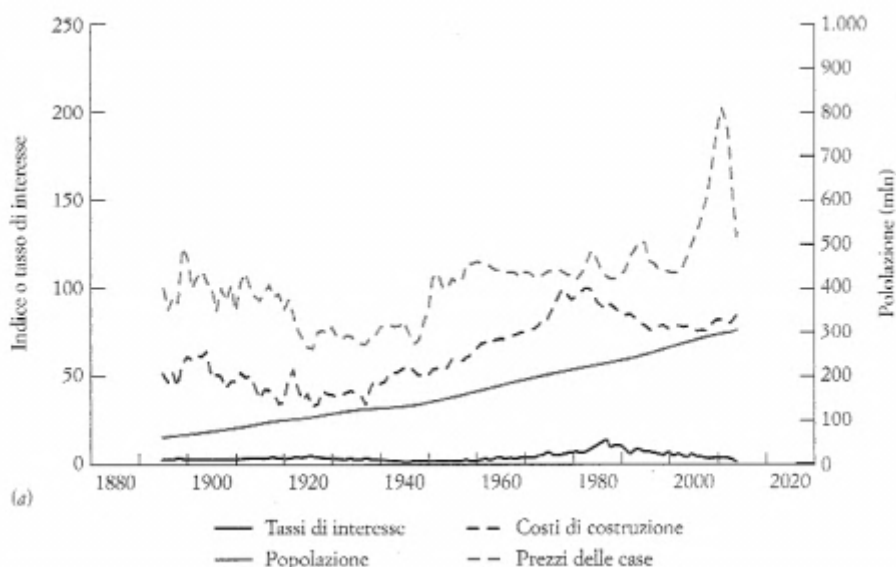
L'origine della crisi 2007-2008 può essere interpretata tramite la figura 1 che mostra l'andamento dei prezzi degli immobili negli USA dal 1880 al 2010, ci aiuta a comprendere alcuni elementi chiave alla base della crisi. In particolare si possono notare due episodi di rialzo dei prezzi delle case, il primo nel 1940 durante il secondo conflitto mondiale e il secondo all'inizio degli anni 2000.

Tre sono gli aspetti che emergono dal grafico e che occorre sottolineare :

1. i prezzi delle case negli USA sono cresciuti verticalmente a partire dal 2000.
2. i costi delle case diminuiscono a partire dagli anni '80.
3. i tassi di interesse raggiungono il picco e cominciano a diminuire a partire dalla metà degli anni '80.

La combinazione dell'aumento verticale dei prezzi delle case insieme alla diminuzione dei tassi di interesse ha contribuito a creare le condizioni favorevoli allo scoppio della crisi.

Figura 1. Andamento dei prezzi immobiliari in riferimento agli Stati Uniti



Fonte: Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. p. 29

³⁴ Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, op. cit. pp.498-99

Il problema nasce a livello finanziario è lì che la crisi diventa recessione, ritornando al punto di partenza quindi alla crisi immobiliare, finché i prezzi delle case crescevano, le banche hanno guadagnato enormi profitti mantenendo elevata la loro leva finanziaria³⁵ e nessuno è fallito. Alla fine, però, molte banche si sono ritrovate senza capitale sufficiente per assorbire le perdite. Le banche per far fronte alle problematiche nascenti, come il diminuire del proprio patrimonio e un elevato rapporto di leva e di conseguenza il fallimento, avrebbero potuto rifugiarsi in una nuova raccolta, cosa non semplice in periodo di crisi, o ridurre l'importo dei prestiti alle imprese, o infine vendere altre attività liquide. Tutto questo ha portato a un congelamento del credito e un crollo del mercato azionario, da qui la trasmissione della crisi dal settore finanziario all'economia reale.

La contrazione del credito conseguente i problemi di liquidità ed insolvenza delle banche americane, determinò la riduzione degli investimenti realizzati dalle imprese e in seconda battuta delle famiglie colpite a loro volta anche dal crollo del mercato finanziario, il calo del mercato azionario ridusse le ricchezze delle famiglie americane che a loro volta ridusse i consumi. Il calo dei consumi ha significato una contrazione della domanda che si riflette in una riduzione dell'attività economica³⁶.

Il Pil reale negli Stati Uniti si contrasse bruscamente e il tasso di disoccupazione fu più che raddoppiato, aumentando dal 4,5 al 9,5%³⁷. Le famiglie americane diminuirono i loro consumi, questo dato non sorprende se si considera che circa un terzo della loro ricchezza totale (32% nel 2007) fu costituito dal valore delle case; quindi, il calo dei prezzi del settore immobiliare ha determinato questa tendenza. La recessione, però non è il semplice prodotto di questo calo, ma va interpretata alla luce di quanto soggiace alla base dell'aumento dei prezzi delle abitazioni dovuto anche all'effetto di un lungo periodo di tassi di interesse bassi, che hanno reso molto conveniente prendere prestiti per comprare una casa³⁸.

Di seguito riporto in ordine cronologico alcune tappe importanti della crisi.

Il 7 febbraio 2007 l'istituto californiano New Century, specializzato in mutui *subprime*, lancia un allarme utili. È questa la prima avvisaglia della crisi che colpirà poi il mondo intero.

³⁵ Rapporto tra attività e capitale azionario

³⁶ Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. pp. 300-308

³⁷ Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. p.295

³⁸ Ivi, pp.295-97

L'8 giugno 2007 Wall Street perde l'1,5%: è l'inizio di un crollo che brucerà, da quella data fino al minimo toccato il 9 marzo 2009, 31 mila miliardi di dollari sulle Borse di tutto il mondo.

La crisi si allarga alle banche di tutto il mondo. In Gran Bretagna la prima vittima è Northern Rock, banca di credito ipotecario. A metà febbraio del 2008 il Governo britannico getta la spugna e procede alla nazionalizzazione dell'istituto, travolto dalle code allo sportello dei risparmiatori presi dal panico.

Il colosso Americano Bear Stearns, 15 marzo 2008, finisce in crisi di liquidità. JPMorgan, con il sostegno della Federal Reserve, lo salvano³⁹ L'operazione fa volare il titolo Bear Stearns del 76% in un solo giorno, facendo partire un rally di tutte le Borse che durerà qualche mese.

Il 15 settembre 2008 è il giorno in cui la crisi finanziaria sale di livello. La banca d'affari Lehman Brothers, in crisi da qualche mese, dichiara bancarotta. Il Governo americano decide di non salvarla. Da questo momento inizia un crollo vertiginoso delle Borse. Dopo il crack di Lehman il Governo Usa interviene, con il salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac⁴⁰ (6 settembre). Il 19 settembre 2008 il Segretario del tesoro Paulson annuncia un piano di salvataggio da 700 miliardi: l'obiettivo è acquistare titoli tossici dalle banche⁴¹

³⁹ Il colosso Bear Stearns, una dei nomi più conosciuti della finanza internazionale, ha ammesso di aver deteriorato la propria liquidità nelle ultime 24 ore. In suo soccorso accorrono JP Morgan e la Federal Reserve Bank di New York che erogheranno i finanziamenti necessari per evitare il collasso.

<https://www.lastampa.it/blogs/2008/03/15/news/la-bear-stearns-sull-orlo-del-collasso-1.37196933/>

⁴⁰ Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) sono due società private che si occupano di mutui. Esse furono supportate dal governo americano per permettere ai cittadini con meno disponibilità economiche di ottenere credito a basso costo per comprare la prima casa. Hanno cominciato ad operare alla fine degli anni trenta ed hanno sempre avuto a disposizione una linea di credito garantita. Le due società non finanziavano direttamente i cittadini, bensì acquistavano mutui dalle banche. Questi mutui venivano poi garantiti dalle stesse società, impacchettati e rivenduti agli investitori sotto forma di titoli (*mortgage-backed securities*). Questo processo viene chiamato cartolarizzazione.

Negli anni l'attività di Fannie Mae e Freddie Mac crebbe fino ad arrivare a garantire, nel 2007, 5.200 miliardi di dollari in mutui, equivalenti a un terzo della capitalizzazione totale della Borsa di New York ed oltre un terzo del Prodotto Interno Lordo statunitense. Il periodo di maggiore accelerazione del loro business avvenne tra il 2000 ed il 2006, quando negli Stati Uniti i prezzi delle abitazioni aumentarono in maniera esponenziale. Erano le basi che daranno origine alla tristemente celebre bolla immobiliare. Tale dinamica fu favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi di interesse su valori bassi fino al 2004, per rispondere alla crisi della bolla di internet ed agli effetti economici dell'attacco alle Torri Gemelle. [https://startingfinance.com/approfondimenti/credito-facile-fannie-mae-freddie-mec/#:~:text=Fannie%20Mae%20\(Federal%20National%20Mortgage,che%20si%20occupano%20di%20mutui.](https://startingfinance.com/approfondimenti/credito-facile-fannie-mae-freddie-mec/#:~:text=Fannie%20Mae%20(Federal%20National%20Mortgage,che%20si%20occupano%20di%20mutui.)

⁴¹ Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, in 217.113.213.33 on Tue, 17 May 2022 13:15:51 UTC All use subject to <https://about.jstor.org/terms> p.490

2.1.1 Gli interventi del Federal Reserve System e del governo americano

Il *Federal Reserve System* alla crisi delle banche rispose con un'estesa liquidità al sistema finanziario, per evitare la bancarotta di molti istituti. La Fed quindi permise non solo alle banche, ma anche ad altre istituzioni finanziarie di prendere denaro dalla Fed.

Le misure intraprese dal Federal Reserve System per supportare la liquidità delle istituzioni finanziarie, e migliorare le condizioni sui mercati, sono classificate in tre differenti categorie.

Una prima categoria di interventi è costituita da strumenti che sono strettamente legati al tradizionale ruolo delle banche di fornire liquidità a breve termine in qualità di prestatore di ultima istanza: si tratta infatti dell'ampliamento di programmi rientranti nell'ordinaria policy dalla Federal Reserve. Questi interventi però, pur garantendo un'ampia immissione di liquidità alle istituzioni finanziarie, non permettevano la distribuzione diretta dei fondi sul mercato non bancario o degli *Asset backed securities* (ABS), che negli Stati Uniti rivestono un ruolo fondamentale nella circolazione del credito. Consapevoli di questa circostanza, in risposta alle pressioni eccezionali nei mercati finanziari dopo il fallimento di Lehman Brothers, sono stati implementati altri set di strumenti senza precedenti: il primo, volto stavolta a fornire liquidità direttamente ai beneficiari di prestiti e investitori nei mercati creditizi; il secondo, costituito dall'acquisto di titoli a lungo termine di specifiche società in difficoltà, e dal loro posizionamento nel portafoglio titoli. La possibilità di implementare parte delle misure eccezionali in risposta alla crisi è stata concessa al Federal Reserve System sotto l'autorità della Sezione 13, capitolo 3 del suo Statuto⁴².

Il capitolo fu aggiunto al Federal Reserve Act solo nel 1932, per concedere alla banca centrale americana un maggior raggio di azione e di flessibilità in caso di situazioni di emergenza. Sino al 2008, la Fed non aveva mai mostrato la necessità di farvi ricorso.

Secondo l'articolo, "in circostanze straordinarie il Board può autorizzare le *Federal Reserve Banks* a concedere prestiti garantiti a individui, partnership e corporation dopo

⁴² Bernanke B., The Crisis and the Policy Response, lezione tenuta presso la London School of Economics, 13 Gennaio 2009

aver controllato la loro impossibilità di ricevere credito da qualsiasi altra istituzione bancaria⁴³”.

Alla fine, venne ampliato l'insieme di *assets* che le istituzioni finanziarie potevano usare come collaterale quando prendevano denaro dalla Fed. Tutte insieme, queste linee permisero alle banche e ad altre istituzioni finanziarie di restituire il denaro agli investitori senza vendere i propri *assets*. È anche diminuiti l'incentivo degli investitori a richiedere i loro fondi ed il rischio che le banche andassero in bancarotta⁴⁴.

Una seconda categoria, riguardò lo sviluppo di una seconda serie di strumenti da parte della Federal Reserve, che prevedevano la fornitura di liquidità direttamente ai mutuatari e agli investitori nei principali mercati del credito. In particolare, ha introdotto agevolazioni per l'acquisto di *commercial paper con rating* elevato a scadenza di tre mesi e per fornire liquidità di riserva per i fondi comuni di investimento del mercato monetario. Inoltre, la Federal Reserve e il Tesoro hanno annunciato congiuntamente una struttura che presterà contro titoli garantiti da attività con rating. L'esposizione al rischio di credito della Federal Reserve in quest'ultima struttura è minima, perché la garanzia sarà soggetta a un "*haircut*" e il Tesoro ha fornito 20 miliardi di dollari di capitale come protezione supplementare contro le perdite⁴⁵.

Una terza categoria prevede una serie di strumenti della Federal Reserve per supportare il funzionamento dei mercati del credito prevede l'acquisto di titoli a più lungo termine per il portafoglio della Fed. Ad esempio, è stata annunciata l'intenzione di acquistare fino a 100 miliardi di dollari di debito delle imprese sponsorizzate dal governo (GSE) e fino a 500 miliardi di dollari di titoli garantiti da ipoteca GSE nei successivi trimestri. In particolare, i tassi ipotecari sono diminuiti in modo significativo all'annuncio di questo programma e sono ulteriormente diminuiti da quando è entrato in vigore. Tassi ipotecari più bassi sostengono il settore immobiliare⁴⁶.

Il pregio di queste politiche nel contesto è stato che hanno consentito alla Federal Reserve di continuare a spingere al ribasso i tassi di interesse e ad allentare le condizioni di credito

⁴³ Ibidem

⁴⁴ Ibidem

⁴⁵ Ibidem

⁴⁶ Ibidem

in una serie di mercati, nonostante il fatto che il tasso sui fondi federali fosse vicino al suo limite inferiore zero⁴⁷.

Il governo statunitense introdusse un programma, chiamato *Troubled Assets Relief Program*, o *Tarp*, che puntava ad una pulizia delle banche. L'iniziale obiettivo del programma dei 700 miliardi di dollari, introdotto nel 2008, era di rimuovere i complessi *asset tossici* presenti in bilancio nelle banche, diminuendo l'incertezza, assicurando gli investitori e rendendo più facile la valutazione della solidità di ogni banca. Ben presto l'obiettivo principale divenne l'aumento di capitale delle banche. L'elevata liquidità e il tasso d'interesse a zero portò però la Fed nella trappola della liquidità, applicando poi una politica monetaria con strumenti non convenzionali come il *credit easing e quantitative easing*⁴⁸.

2.2 L'Europa e la crisi del debito sovrano

I canali di trasmissione della crisi furono essenzialmente tre, quello dei mercati azionari, quello creditizio e quello della domanda di beni e servizi. Inoltre, il crollo in Borsa delle grandi banche europee fu del tutto analogo, nei valori e nei tempi, a quello degli istituti statunitensi⁴⁹.

La diffusione della crisi del mercato immobiliare americano alla finanza mondiale è stata possibile a causa della cartolarizzazione⁵⁰, che ha permesso di trasformare attività notoriamente illiquide come i mutui in strumenti finanziari liquidi e di distribuirli in tutto il

⁴⁷ Ibidem

⁴⁸ Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. pp. 300-308

⁴⁹ Nel vecchio continente il primo istituto di credito ad avere forti difficoltà a causa dei mutui subprime fu la banca nord-irlandese Northern Rock, che nel settembre 2007 chiese ed ottenne aiuti finanziari dal governo britannico; questi non furono tuttavia sufficienti e la banca nel febbraio dell'anno dopo fu nazionalizzata.

⁵⁰ La cartolarizzazione è una complessa operazione finanziaria che rientra nel processo più ampio di trasferimento del rischio di credito, le cui fasi principali si riassumono nella smobilizzazione delle poste dell'attivo a fronte dell'emissione di titoli negoziabili, e del conseguente collocamento sul mercato di titoli rappresentativi dei rapporti di credito.

Nella teoria, le banche prendono a prestito liquidità a breve e prestano a lungo termine. Nel passivo delle banche abbiamo depositi prelevabili; nel lato dell'attivo prestiti, garantiti o meno, alle imprese e consumatori, tenuti generalmente fino alla loro scadenza: si fa così riferimento al modello di business "originate&hold".

mondo. Un secondo passaggio è la vendita e la diffusione dei *toxic assets*⁵¹, prodotti finanziari ad alto rischio e ad alto rendimento risultato della cartolarizzazione di mutui sub prime da parte delle banche americane a investitori internazionali.

Nel mercato finanziario internazionale questi prodotti sono stati venduti facilmente grazie agli alti rendimenti. Tutto è andato bene fintanto che non sono risultati insolventi i mutuatari americani dei mutui sub prime. Gli effetti della crisi portarono anche in Europa il blocco del mercato monetario interbancario con la contrazione del flusso di prestiti al sistema produttivo. Il quale non soltanto ebbe a soffrire di una restrizione creditizia ma si trovò di fronte ad una domanda nettamente calante di beni sia di consumo che di investimento⁵². Nel *Global Financial Stability Report* Fondo monetario internazionale ha stimato in 200 miliardi di dollari le perdite registrate dal settore dei mutui subprime fra il febbraio e il settembre del 2007⁵³.

Bisogna fare una considerazione in Europa il trasferimento della crisi dal mondo finanziario a quello reale incide diversamente in quanto il credito al consumo era minore che negli Stati Uniti, e le aziende preferivano indebitarsi con le banche piuttosto che ricorrere ai mercati dei capitali. La domanda aggregata, in Europa, diminuì a causa della diminuzione della ricchezza finanziaria, l'aumento dei risparmi da parte delle famiglie che vedevano un futuro incerto, le difficoltà nell'ottenere credito, con la conseguenza di una ulteriore contrazione della produzione, che naturalmente si ripercosse sulla domanda.

La crisi in molti paesi europei fu devastante per le finanze pubbliche, infatti, la disoccupazione⁵⁴ crescente impattò sulla spesa sotto varie forme, dai sussidi di

⁵¹ In finanza con il termine titolo tossico si intende un titolo di credito derivato dalla cartolarizzazione dei mutui e prestiti subprime e venduto dalle banche ai propri clienti (tra cui, spesso, fondi di investimento) come obbligazioni a basso rischio finanziario, ma rivelatisi di scarsa qualità o dal valore completamente azzerato a causa della sottostima del rischio a cui espongono questi strumenti finanziari, da parte degli operatori e delle agenzie di valutazione (cosiddette *agenzie di rating*).

⁵² Nell'ultimo trimestre del 2008 le esportazioni dell'intera Eurozona diminuirono del 26%.

⁵³ <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Financial-Market-Turbulence-Causes-Consequences-and-Policies>

⁵⁴ Il tasso di disoccupazione nell'eurozona è salito a novembre 2008 al 7,8% dal 7,7% di ottobre. Lo riferisce l'Eurostat. Confermato nel terzo trimestre lo scenario recessivo. Il Pil fa segnare un -0,2%. Si tratta della seconda contrazione consecutiva dopo quella del secondo trimestre (-0,2%). Rispetto all'ottobre 2008, il numero di senza lavoro è cresciuto di 202.000 nella zona euro. Se si guarda invece al novembre 2007, l'incremento è pari a ben 1.059.000 unità nei paesi della moneta unica. Tra gli stati membri con il tasso di disoccupazione più basso, Eurostat cita l'Olanda (2,7%), Austria (3,8%) e Cipro (3,9%) mentre tra i paesi con il livello più alto di disoccupazione vengono segnalati Spagna (13,4%), Slovacchia (9,1%) e Lettonia (9,0). L'Italia si attesta al 6,7%, ma il dato è riferito al terzo trimestre 2008. <https://www.repubblica.it/2008/12/sezioni/economia/crisi-9/disoccupazione-europa-cresce/disoccupazione-europa-cresce.html>

disoccupazione, cassa integrazione guadagni (ad esempio in Italia), meccanismi legislativi di integrazione dei salari (in Germania), all'intervenire sul sistema del credito finanziario⁵⁵. Una delle conseguenze, infatti, più visibili della crisi finanziaria è stato il marcato aumento della disoccupazione in tutta Europa, raggiungendo livelli che non si vedevano da decenni. Causa di questo è da ricercare nei conseguenti sviluppi a livello macroeconomico della crisi, si bloccò il mercato monetario interbancario e si contrasse notevolmente il flusso di prestiti al sistema produttivo, il quale non soltanto ebbe a soffrire di una restrizione creditizia ma si trovò di fronte ad una domanda nettamente calante di beni sia di consumo che di investimento. Ad esempio, nell'ultimo trimestre del 2008 le esportazioni dell'intera Eurozona diminuirono del 26%.

La crescita economica si contraeva, allo stesso tempo le finanze pubbliche peggioravano. Banche e governi si vedevano costretti a corrispondere tassi di interesse ancora maggiori. E il credito e la crescita economica calavano ulteriormente, con un aumento della disoccupazione e una flessione di consumi e investimenti. I paesi europei coinvolti nella crisi videro messa in discussione la solvibilità degli stessi governi e con essa la solvibilità delle istituzioni finanziarie che vi risiedono. All'interno dell'area dell'euro, il denaro circolava sempre meno tra banche di paesi diversi. I dubbi sulla sopravvivenza dell'euro nel suo attuale disegno incoraggiava un movimento speculativo che induceva ulteriori aumenti negli spread sovrani⁵⁶.

Le manovre di aumento della spesa pubblica e la diminuzione contemporaneamente della produzione portò il rapporto debito pubblico/Pil nominale a vette impensabili⁵⁷, con conseguenze divergenti tra i paesi europei.

La tabella sottostante ci mostra i rapporti tra debito pubblico e Pil. Dalla Tabella 1 possiamo notare, che sia in termini di singoli Paesi (quelli indicati nella tabella) sia in termini aggregati a livello di EU, essendo il rapporto debito pubblico/PIL costituito da un numeratore il DEBITO e un denominatore il PIL, se questo rapporto aumenta così marcatamente nei tre anni sotto osservazione significa che c'è stato sia un aumento del DEBITO (il numeratore) che una diminuzione del PIL (il denominatore). Inoltre questo peggioramento se guardiamo a livello aggregato per EU 27 è stato più forte tra il 2008-2009 e 2009-2010 rispetto al 2007-2008.

⁵⁵ Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, op. cit. pp.506 e ss.

⁵⁶ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121115_1.it.html

⁵⁷ Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, op. cit. pp.506 e ss.

Tabella 1 Valori del rapporto debito pubblico/Pil per l'Unione Europea, in percentuale, l'Eurozona, i maggiori paesi dell'Europa e i suoi periferici; anno dal 2007 al 2010

	Anni			
	2007	2008	2009	2010
EU 27	59,0	62,5	74,7	80,2
Eurozona	66,3	70,1	79,8	85,4
Germania	65,2	66,7	74,4	83,2
Irlanda	24,9	44,3	65,2	94,9
Grecia	107,4	113,0	129,3	144,9
Spagna	36,2	40,1	53,8	61,0
Francia	64,2	68,2	79,0	82,3
Italia	103,1	105,8	115,5	118,4
Portogallo	68,3	71,6	83,0	93,3
Regno Unito	44,4	54,8	69,6	79,9

Fonte: Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, op. cit. p.511

La crisi del debito sovrano si protrae in seguito alla crisi *subprime*, infatti, numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici. Nell'imminenza dello scoppio della crisi del debito sovrano, nel 2010-2011, i paesi dell'eurozona presentavano differenze significative nelle condizioni di finanza pubblica e nel tasso di crescita. Alcuni di questi definiti periferici si caratterizzavano per una maggiore vulnerabilità legata a dinamiche non sostenibili del debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato negli anni, all'incremento incontrollato del deficit e a bassi tassi di crescita del PIL e, non ultimo, agli oneri delle operazioni di salvataggio degli istituti bancari in crisi⁵⁸.

I tassi d'interesse dei titoli di Stato sono stati bassi ed uniformi in tutti i paesi dell'Uem fino al primo trimestre del 2008, con gli investitori internazionali che li acquistavano con rendimenti di poche unità percentuali. Ma, a partire dal secondo trimestre di quell'anno, gli investitori colpiti dalla Grande Crisi (definita così perché i tempi di ripresa sono stati maggiori di quelli prospettati ed alcuni paesi si trovarono sull'orlo del fallimento) iniziano

⁵⁸ <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

a disinvestire nelle attività che davano rendimenti bassi, quindi nei titoli di Stato, inoltre essi dubitano della solvibilità degli Stati della periferia⁵⁹ dell'Eurozona e a chiedere, per comperare i loro titoli, un premio per il rischio. Così i tassi aumentarono nell'arco di un solo trimestre di 30-40 centesimi di punto percentuale per tutti i paesi della periferia europea, con il risultato che l'aumento si propagò velocemente dapprima nel mercato secondario e poi nelle banche commerciali, che non avevano convenienza a prestare denaro ad imprese e famiglie a tassi più bassi di quelli che potevano ottenere prestando agli Stati. Questo determinò l'aumento della spesa per finanziare il debito pubblico e una maggiore difficoltà ad investire nel settore privato, cioè notevoli ostacoli alla crescita economica. Gli effetti degli alti tassi d'interesse sull'economia reale per Grecia, Spagna, Italia e Portogallo, condussero gli investitori a declinare costantemente i quattro paesi periferici⁶⁰ quindi i rendimenti elevati sono in effetti giustificati dagli alti debiti degli Stati periferici⁶¹. La vendita da parte degli investitori impauriti, nel mercato secondario⁶², in quantità sempre maggiori diminuiva il prezzo dei buoni, aumentandone i rendimenti. La conseguenza naturale fu una emissione di nuovi titoli da parte degli Stati che dovevano rifinanziare il debito a tassi di interesse molto alti per poter trovare compratori. Per sostenerli furono costretti a chiedere un prestito, a tassi più bassi, al Fondo monetario internazionale e all'Unione europea. La situazione non rimase all'interno di questi paesi, ma si espanse anche all'Italia soggetta ad un elevato debito pubblico e alla Spagna con un elevato debito immobiliare non più garantito.

Si innescò così un vero e proprio meccanismo della crisi del debito sovrano, che se di per sé nel periodo anteriore era considerato privo di rischio per ogni Stato europeo, dopo il 2009 e quanto avvenuto in Grecia ha fatto scaturire dei seri dubbi sui titoli di Stato emessi

⁵⁹ Due periferie, il Sud Europa (Italia, Grecia, Portogallo e Spagna) e l'Est Europa (Polonia, Repubblica Ceca, Repubblica Slovacca e Ungheria), M. Mazzucato, "Ripensare la concezione di Stato", *Il Mulino*, 2014, 63, 484-491

⁶⁰ I Paesi periferici dell'Eurozona (Italia, Spagna, Portogallo, Irlanda e Grecia) vengono spesso descritti come poco virtuosi in contrapposizione con i Paesi nordeuropei, generalmente considerati più parsimoniosi. Cainelli G e Matteucci S., *L'Italia nella bufera*, Il Mulino 2019

⁶¹ Anche se va considerato il fatto che la Germania ha un debito di dimensione simile a quello spagnolo ma i loro titoli sono molto più bassi Carlucci F., *L'Europa Monetaria*, pp.27-30

⁶² Il mercato secondario è un mercato finanziario in cui sono scambiate le attività finanziarie e i titoli di pubblica circolazione presso i risparmiatori.

a tassi di interesse remunerativi per gli investitori e nello stesso tempo accettabilmente bassi per gli Stati indebitati.

Per Italia e Spagna non bastava a quel punto un semplice piano di salvataggio, così la Banca Centrale Europea acquistò i loro titoli⁶³, in modo che gli istituti di credito internazionali, che non hanno creduto alla solvibilità dei due paesi, potessero rivendere i titoli senza far alzare troppo il loro rendimento in quanto essi venivano ricomperati dalla BCE⁶⁴.

2.3 La risposta della Banca Centrale Europea attraverso gli strumenti non convenzionali di politica monetaria

La crisi del 2008 determina una crisi di fiducia tra le stesse banche. In altre parole, non essendo noto quali banche fossero esposte e quanto fossero esposte perché detentrici di titoli cosiddetti tossici, sebbene vi fossero forti sospetti sulle banche tedesche, tra le stesse banche la sfiducia portò a contrarre notevolmente l'attività di prestito a livello interbancario⁶⁵.

Questa situazione ostacolò il regolare funzionamento dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria. I motivi di questo furono in particolare tre, in primo luogo, l'instabilità della domanda di liquidità e la limitata redistribuzione delle riserve che impedivano alla banca centrale di controllare il tasso di interesse a breve termine, in secondo luogo le rotture in più segmenti del mercato finanziario non permisero che l'impulso monetario si diffondesse in modo adeguato, in terzo luogo il limite inferiore del tasso di interesse

⁶³ Gli acquisti sono stati compiuti in base al programma Smp (Securities Market Programme), avviato per la prima volta nel 2010 a favore della Grecia, allargato poi a Portogallo e Irlanda, e riattivato su scala maggiore nell'estate del 2011, quando la crisi ha investito Italia e Spagna. In seguito a una certa normalizzazione dei mercati, è stato poi progressivamente lasciato languire.

Dal suo insediamento alla presidenza della Bce, nel novembre 2011, Mario Draghi ha mostrato di non essere un grande fan del programma. Nel marzo 2012 gli acquisti sono stati di fatto sospesi. Quando la crisi ha colpito nuovamente, nell'estate dell'anno scorso, Draghi ha optato per lanciare il nuovo programma Omt (Outright Monetary Transactions), che prevede un impegno dei Paesi a riforme economiche prima dell'acquisto di titoli da parte della Bce, anche per rispondere alle critiche più pesanti nei confronti dell'Smp, secondo cui agli interventi a favore dell'Italia nell'estate del 2011 era corrisposta una paralisi delle riforme dopo che i mercati si erano calmati. <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-02-22/italiani-meta-bond-acquistati-063710.shtml?uuid=AbN6k3WH>

⁶⁴ Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, op. cit p. 512-15

⁶⁵ <https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/wp-content/uploads/sites/26/2021/04/Moneta-capitolo-3-draft.pdf>

rappresentò un vincolo per l'operato della banca centrale, se anche l'economia reale fu abbondantemente colpita⁶⁶.

La Banca Centrale Europea, nel 2009 reagì manovrando gli strumenti a sua disposizione e introdusse le cosiddette politiche non convenzionali. Prima di tutto, però, non fece mancare liquidità alle banche illiquide ma solvibili, lo fece con alcune misure denominate di “sostegno rafforzato al credito”. Le operazioni di rifinanziamento principali (MRO) divennero ad assegnazione completa (*full allotment*) e le operazioni più a lungo termine (LTRO) si allungarono da tre a sei mesi e poi un anno. Fin qui la BCE rafforzò le operazioni standard, ben presto la risposta si concentrò su operazioni non convenzionali sia quelle che sfruttarono il *signalling channel* e sia quelle che usufruirono del *portfolio-balance channel*, mettendo così in gioco la propria credibilità, sfruttando nel miglior modo possibile l'effetto annuncio e cercando di facilitare l'accesso alla liquidità per il settore del credito, intervenendo a sostegno dei mercati finanziari in situazioni di difficoltà⁶⁷.

Per le politiche non convenzionali, attraversò una variazione dei tassi d'interesse, il processo iniziò attraverso l'acquisto di attività da parte della BCE, per poi riversarsi sul livello dei prezzi passando per i canali di trasmissione, tramite l'abbassamento dei costi di finanziamento e l'aumento della ricchezza.

Le prime misure non convenzionali utilizzate dalla BCE furono introdotte nel contesto dell'*enhanced credit support*⁶⁸. Queste misure si focalizzavano nel miglioramento delle condizioni di finanziamento per le banche, in modo che esse potessero concedere più facilmente crediti verso l'economia.

In questo contesto furono inquadrati gli interventi non convenzionali della BCE appartenenti al *portfolio-balance channel*, atti a rivalutare gli attivi:

- indirettamente, mediante il prestito garantito di liquidità al settore bancario (si pensi alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine);
- e direttamente, tramite l'acquisto di titoli con il fine di incrementare il loro valore⁶⁹.

⁶⁶ Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, op. cit.

⁶⁷ Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, op. cit.

⁶⁸ La BCE lo fa con una serie di misure chiamate “Enhanced Credit Support” (sostegno al credito rafforzato) e con una diminuzione del tasso di interesse che scende dal 4.25% dell'ottobre 2008 all'1% del maggio 2009. Queste misure sono definite non-convenzionali in quanto vanno oltre il normale approvvigionamento di liquidità volto a coprire il *net liquidity deficit*. Cesaretto S., *L'organetto di Draghi. Seconda lezione: la Bce, la crisi e il raddoppio del bilancio (2008-2011)*, https://www.economiaepolitica.it/_pdfs/pdf-6154.pdf

⁶⁹ Cour-Thimann Philippine, Bernhard Winkler, *The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures: the Role of Institutional Factors and Financial Structure*, European Central Bank, Working Paper Series, No. 1528, April 2013.

Per stabilizzare la domanda di moneta legale, la BCE, a partire dall'agosto del 2007, effettuò operazioni di *fine tuning* e, dal dicembre dello stesso anno, adottò i *Reciprocal Currency Agreements* (RCA), ossia accordi di tipo pronti contro termine con la Federal Reserve (FED), finalizzati a ricevere dollari per poterli redistribuire all'eurozona contro garanzie denominate in euro⁷⁰.

La BCE reagì iniziando a ridurre, a partire dall'autunno del 2008, i tre tassi ufficiali⁷¹ e adottando politiche non convenzionali finalizzate a facilitare al settore bancario l'accesso alla liquidità, in modo da indurlo a concedere credito all'economia.

Con il *Fixed-Rate and Full Allotment on refinancing operations* (FRFA), le operazioni di rifinanziamento principale furono condotte tramite aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi (ottobre 2008).

Nello stesso mese, la BCE estese la lista delle garanzie che possono essere offerte per ottenere liquidità tramite le Operazioni di Mercato Aperto (OMA) e le Operazioni attivabili su Iniziativa delle Controparti (OIC), così che le banche avessero modo di ricevere volumi di fondi maggiori. Nel maggio del 2009, partì il *Covered Bonds Purchase Programme* (CBPP), ossia l'acquisto definitivo di obbligazioni bancarie garantite, finalizzato al sostenimento di questa importante fonte di finanziamento degli istituti creditizi⁷².

La BCE, quindi, adattò il profilo dell'offerta di liquidità all'interno del periodo di mantenimento per consentire alle banche di "anticipare" la costituzione delle riserve nella prima metà del periodo di mantenimento, per poi invertire il processo nella seconda. Di conseguenza, l'ammontare complessivo della liquidità offerta dall'Eurosistema nell'intero arco di un periodo di mantenimento rimase invariato, ma la scadenza media delle sue operazioni di immissione di liquidità aumentò e nella fase iniziale dello stesso fu offerta maggiore liquidità. Furono condotte anche operazioni di regolazione puntuale (*fine tuning*) per assicurare che i tassi del mercato monetario a brevissimo termine rimanessero prossimi al tasso applicato dalla BCE sulle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, in considerazione delle tensioni nel mercato valutario e sulla base di un accordo di swap con il Federal Reserve System, la BCE anche iniziò a fornire liquidità in dollari statunitensi a

⁷⁰ Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, op. cit.

⁷¹ I tassi EURIBOR (EURO Inter Bank Offered Rate), o tassi interbancari di offerta in euro, rappresentano le medie tra i tassi di interesse delle transazioni finanziate in euro nel mercato interbancario europeo (vengono prese in considerazione solo gli scambi di liquidità tra gli istituti bancari più grandi) con scadenze a una, due o tre settimane o da uno a dodici mesi.

⁷² Cour-Thimann Philippine, Bernhard Winkler, *The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures: the Role of Institutional Factors and Financial Structure*, op. cit.

fronte di garanzie denominate in euro. Verso la fine del 2007 la BCE anche adottò procedure d'asta speciali per contrastare i gravi timori delle banche circa la raccolta per il periodo di fine anno. A questo punto la BCE tagliò il tasso di rifinanziamento dal 4,25% a 1%, nei mesi seguenti i tassi di interesse furono ulteriormente ridotti, con il risultato che tra ottobre 2008 e maggio 2009 (vale a dire in soli sette mesi) la BCE abbassò nel complesso il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali di 325 punti base all'1 per cento⁷³.

La BCE anche stipulò accordi con la Danmarks Nationalbank, la Magyar Nemzeti Bank e la Narodowy Bank Polski per migliorare l'offerta di liquidità in euro ai settori bancari dei rispettivi paesi⁷⁴. La BCE con il suo governatore, Jean Claude Trichet, nel 2009, insieme al ministro delle Finanze di Berlino, Wolfgang Schäuble, salvò la Grecia dall'uscita dell'eurozona, perché temettero ripercussioni per le banche tedesche, francesi e olandesi piene di bond greci (più redditizi dei *bund*) e ritenuti senza pericolo perché nell'eurozona.

La risposta di Germania e Francia fu quella di non applicare il taglio del debito, come chiedeva insistentemente il Fondo monetario internazionale (Fmi) per evitare di dover poi salvare a proprie spese le rispettive banche nazionali pesantemente coinvolte. Ci si limitò all'austerità e ai prestiti statali, ricordiamo che non era ancora stato istituito il Fondo salva stati, e a consentire alla BCE di acquistare bond greci sul mercato secondario venduti dalle banche francesi, tedesche e olandesi a piene mani. Il taglio arrivò nel 2012, quando il debito greco non era più in mano a creditori privati che rischiavano a loro volta il default ma era in mani pubbliche e a piccoli risparmiatori e pensionati greci.

L'ultimo rapporto del 2022, stilato dalla Commissione sul tema, il quattordicesimo dall'inizio della sorveglianza rafforzata, evidenzia come Atene abbia preso le misure necessarie per raggiungere gli obiettivi concordati, nonostante gli ultimi eventi come il Covid 19 e la guerra in Ucraina⁷⁵. La Grecia dal 20 agosto di quest'anno uscirà dal programma di sorveglianza rafforzata da parte della Commissione europea, attivato

⁷³ LA RISPOSTA DELLA BCE ALLA CRISI FINANZIARIA BCE Bollettino mensile Ottobre 2010 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806it.pdf>

⁷⁴ <https://docenti.unimc.it/giorgio.galeazzi/teaching/2016/15856/files/bce-e-crisi-finanziaria/risposta-bce-alla-crisi-finanziaria>

⁷⁵ Ibidem

nell'agosto del 2018, lo hanno annunciato il presidente dell'Eurogruppo, Paschal Donohoe, e il commissario Ue per l'Economia, Paolo Gentiloni, il 16 giugno 2022⁷⁶.

⁷⁶https://www.ansa.it/sito/notizie/topnews/2022/06/16/eurogruppo-da-agosto-grecia-fuori-da-sorveglianza-speciale_75fea2e6-3c11-4a4f-b761-8afac3a59ed8.html

CAPITOLO III

L'EVOLUZIONE DELLA POLITICA MONETARIA EUROPEA

3.1 Le politiche monetarie non convenzionali

La politica monetaria, attuata dalla BCE, attraverso gli strumenti convenzionali è riuscita a fornire sufficiente stimolo monetario all'economia nei periodi di recessione e, viceversa, contenere le pressioni inflazionistiche durante i periodi di ripresa, garantendo il buon funzionamento dei mercati monetari.

Questo dato trova un'eccezione quando durante periodi di profonda crisi economica, il tasso d'interesse ufficiale fissato dalla Banca Centrale viene di solito fissato su livelli molto bassi, prossimi allo zero. Tale riduzione è orientata da una parte a stimolare le famiglie a consumare di più e a indebitarsi e dall'altro a incentivare le imprese ad aumentare gli investimenti. Tuttavia, una volta raggiunto un tasso d'interesse pari a zero (*“zero lower bound”*), la banca centrale si trova impossibilitata ad usare questo strumento e non è più in grado di contrastare ulteriori riduzioni del livello di inflazione⁷⁷.

Giunti a questo punto gli strumenti convenzionali, esaminati in precedenza, si rivelano inefficaci al conseguimento degli obiettivi di politica monetaria e l'economia viene considerata in una trappola della liquidità⁷⁸. La domanda di moneta diventa orizzontale e

⁷⁷ <https://www.uniba.it/docenti/coniglio-nicola-daniele/attivita-didattica/DispensadiPoliticaMonetaria.pdf>

⁷⁸ La trappola della liquidità è quella situazione in cui il tasso di interesse è uguale a zero e non sono possibili azioni di politica monetaria da parte della banca centrale, in quanto non è possibile abbassare il costo del denaro. In tale situazione, gli individui preferiscono detenere moneta anziché titoli. In condizioni normali, la politica monetaria ha infatti la possibilità di agevolare la crescita economica sia aumentando l'offerta di moneta in circolazione sia abbassando il tasso di interesse. Da questa operazione ne consegue che le imprese

la banca centrale non ha più possibilità di ricorrere al suo strumento principe, il Tasso d'interesse a breve, per stimolare ulteriormente l'economia in quanto un aumento dell'offerta di moneta non ha alcun effetto sul tasso di interesse, il quale è uguale a zero⁷⁹. La risposta della BCE è l'aumento della liquidità⁸⁰, la quale però cade in una trappola, la maggiore liquidità è tenuta dagli individui al tasso zero, se la domanda dei beni permane bassa, la politica monetaria non ha altre possibilità per aumentare la produzione.

Lo stesso ragionamento si applica anche alle banche commerciali, se il tasso di interesse è zero esse sono indifferenti tra detenere riserve e comprare titoli, poiché entrambi non pagano interessi. Così, quando il tasso di interesse scende allo zero e la banca centrale aumenta l'offerta di moneta, è probabile che le banche scelgano di non prestare più liquidità sul mercato interbancario e preferiscano aumentare i depositi di conto corrente e le riserve, mentre il tasso di interesse resta fermo allo zero.

Inoltre, viene meno la fiducia degli agenti economici, quando, con tassi di interesse ridotti quasi a zero, nessun individuo si aspetta un ulteriore ribasso; al contrario le aspettative sono rivolte ad un rialzo dei tassi in futuro, per cui qualsiasi aumento della liquidità concessa dalle banche, piuttosto che essere consumato o investito, viene tesaurizzato.

sono incentivate ad indebitarsi e quindi ad investire e, nel contempo, si riduce la propensione delle famiglie a risparmiare, aumentandone i consumi. La spiegazione tipica delle cause della trappola della liquidità indica le aspettative da parte degli attori economici di eventi negativi (come deflazione, guerra civile o internazionale, caduta della domanda aggregata) che li inducono ad una maggiore preferenza per la liquidità. Il segno distintivo della trappola è la caduta dei tassi di interesse a breve vicino a zero e il verificarsi della circostanza che variazioni della base monetaria non si riflettono in corrispondenti variazioni nell'indice generale dei prezzi. Quando le aspettative negative si diffondono all'intera economia, esse tendono ad autoalimentarsi in un circolo vizioso. Accumulando liquidità anziché spendere, gli operatori economici inconsapevolmente realizzano le loro peggiori aspettative: senza domanda di beni, si innesca la recessione, che conduce ad un aumento della disoccupazione, a minori redditi e dunque a minori consumi e investimenti.
<https://www.adviseonly.com/glossary/trappola-della-liquidita#:~:text=La%20trappola%20della%20liquidità%20è,preferiscono%20detenere%20moneta%20anziché%20titoli>.

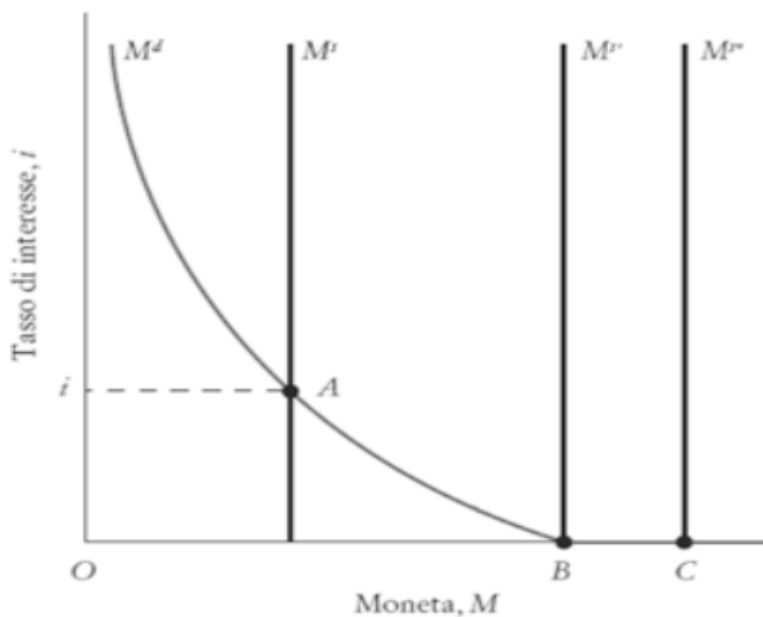
⁷⁹ Le banche, in un simile contesto, preferiscono decisamente la liquidità e finiscono per non fare circolare il denaro all'interno del sistema economico. Che va in asfissia. Attualmente gli istituti di credito europei detengono presso la Bce circa 300 miliardi di depositi nonostante la bassa remunerazione. Oggi, contemporaneamente al ribasso del tasso al 2%, è stato ridotto all'1% quello sui depositi, mentre il tasso marginale è stato mantenuto al 3 per cento.

Si è voluto aprire così un "corridoio monetario" (differenza fra il tasso sui depositi e quello marginale sugli impieghi o finanziamenti) pari a 200 punti base (2%). Un provvedimento che dovrebbe servire proprio, facendo diventare più conveniente l'immissione di liquidità sul mercato, a evitare che i signori del credito tengano il denaro parcheggiato. Prima dell'inizio della crisi finanziaria e del credit crunch i depositi bancari alla Banca centrale di Francoforte erano ridotti al lumicino: circa 1 miliardo. Ma cosa c'entra l'Europa e perché il presidente della Banca centrale europea, Trichet, dice di temere un eccessivo abbassamento dei tassi? Cos'è la trappola della liquidità ILSOLE24ore.com Mercati&Finanza 15 Gennaio 2009

⁸⁰ L'aumento dell'offerta monetaria della BCE viene interamente assorbito sotto forma di risparmio (liquidità) e non viene invece destinato alla produzione o ai consumi.

La figura 1.5 mostra come la domanda di moneta è diventata perfettamente elastica, congruente all'asse delle ascisse.

Figura 1.5 Situazione Trappola di Liquidità



Fonte: Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, op. cit. p.126

Una definizione vera e propria di politica monetaria non convenzionale non è stata formulata, anche perché la linea di demarcazione che la separa dagli strumenti della politica convenzionale appare sottilissima. In tale contesto si può intendere come politiche non convenzionali tutte quelle urgenti e fuori dal comune attuate al seguito della crisi finanziaria del 2008, quindi come strumento non convenzionale quell'intervento di politica monetaria implementato in contesti eccezionali di crisi economico-finanziarie, finalizzato al normale funzionamento dei mercati finanziari e del credito⁸¹.

Le politiche monetarie non convenzionali agiscono tramite due canali, il *signalling channel* e il *portfolio-balance channel*. Il primo canale, come se ne desume anche dall'interpretazione letteraria, vede le banche centrali che “segnalano” agli agenti

⁸¹ <https://www.bis.org/publ/work292.pdf>

economici le loro intenzioni future e il conseguente andamento dei tassi di interesse previsto; in questo modo viene alimentata la fiducia del pubblico e influenzate le aspettative sulle condizioni del mercato. L'efficacia di tale canale dipende dalla credibilità della banca centrale, viceversa dalla credibilità della banca centrale dipende l'efficacia di tale canale.

Il secondo canale “*portfolio balance-channel*”, invece, opera nel momento in cui banca centrale decide di immettere liquidità nel sistema, di acquistare titoli su larga scala o di scambiare attività. Il funzionamento di questo canale si basa sul principio secondo il quale, modificando la quantità e la tipologia di *assets* contenuti in un determinato portafoglio, la BCE può modificare il prezzo e il rendimento di tali titoli, in particolare aumentando il primo e riducendo il secondo; in questo modo agisce anche sui tassi di interesse degli altri titoli e sulla liquidità disponibile, al fine di migliorare le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie⁸².

Gli strumenti non convenzionali della politica monetaria assumono la forma di: *forward guidance*⁸³, operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO), *credit easing* (CE), tassi di interesse negativi, *quantitative easing* (QE). Scopo della *forward guidance* è quello di fornire un'indicazione più o meno esplicita a più lungo termine; ad esempio, per rendere più efficace un'azione di politica monetaria espansiva, le banche centrali possono informare il pubblico sull'intenzione di mantenere l'atteggiamento espansivo fino ad un certo periodo futuro, oltre l'usuale successiva riunione di politica monetaria (si parla di *forward guidance calendar-based*), o fino a che non siano realizzate date condizioni o performance economiche (*forward guidance state-contingent*)⁸⁴.

Una chiara comunicazione delle future intenzioni riguardo alla politica monetaria aiuta le banche, gli operatori dei mercati finanziari, le imprese e i consumatori a comprendere meglio la probabile evoluzione dei costi del finanziamento, contribuendo a rilanciare l'economia. Le indicazioni prospettiche rendono quindi più efficace la politica monetaria

⁸² https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2011-0102/QEF_102.pdf

⁸³ Le indicazioni prospettiche, o “forward guidance”, sono informazioni che la banca centrale può fornire riguardo alle sue future intenzioni per quanto concerne la politica monetaria, in base alla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi. È strategia comunicativa con cui la banca centrale fornisce agli operatori indicazioni più o meno esplicite riguardo le azioni future in materia di tassi di interesse, col fine ultimo di influenzare le aspettative dei mercati sul futuro andamento delle variabili macroeconomiche. https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html

⁸⁴ https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html

della BCE e ci aiutano a conseguire il nostro principale obiettivo al servizio dei cittadini europei: mantenere stabili i prezzi all'interno dell'area dell'euro⁸⁵.

Le *long term refinancing operations* (LTRO⁸⁶) sono delle operazioni di mercato aperto condotte dalla Banca centrale europea per la gestione dei tassi di interesse e della liquidità, che permettono alla stessa di operare su orizzonti temporali più ampi. Si realizzano allungando le scadenze delle operazioni di mercato aperto o aggiungendo alle tradizionali operazioni con cadenze settimanali e trimestrali anche operazioni a più lungo termine. Si tratta, quindi, di strumenti di gestione del denaro a breve basati sull'acquisto o la vendita di un bene con l'obbligo di una restituzione/reincasso (più interesse pattuito) a termine. In altri termini la vendita o l'acquisto di liquidità a determinate condizioni permettono alla banca centrale di regolare la liquidità generale del sistema. Sebbene l'effetto immediato sia quello di espandere la liquidità disponibile, è indubbio che la conduzione di operazioni di rifinanziamento a lungo termine possa rappresentare per la banca centrale uno strumento aggiuntivo per l'indirizzo dei tassi di interesse, con la particolarità di poter influenzare in modo diretto non solo il tasso di interesse nominale a brevissimo termine (*overnight*) ma anche a più lungo termine⁸⁷. Usualmente, infatti, questi strumenti servono solo per una efficiente gestione della liquidità nell'Eurosistema e la BCE non li utilizza per inviare segnali sui tassi, agendo di conseguenza come *rate taker*, ossia operando su tassi di mercato. In circostanze straordinarie può però accadere che la BCE conduca operazioni di questo tipo a tasso fisso e quindi possa influenzare direttamente il mercato⁸⁸.

Il *credit easing*, è lo strumento di politica monetaria in grado di incidere sull'offerta di credito, consiste nell'aumentare l'offerta di moneta attraverso l'acquisto di titoli di debito

⁸⁵ https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html

⁸⁶ Le più celebri e recenti operazioni di LTRO sono quelle utilizzate dal numero uno dell'Eurotower Mario Draghi che, per arginare la crisi di liquidità dell'Eurozona, ha fornito circa mille miliardi di euro in finanziamenti di breve a un tasso dell'1% alle banche europee tra la fine del 2011 e i primi mesi del 2012. In particolare il 21 dicembre del 2011 la banca centrale ha collocato con un'asta circa 489,19 miliardi di euro con scadenza al 29 gennaio 2015 (e opzione di pagamento anticipata a un anno) presso una platea di 523 offerenti del Vecchio Continente. Il tasso dell'offerta di liquidità è stato fissato su quello di riferimento all'1% ed è stata allargata il ventaglio di attivi che le banche europee potevano porre come collaterale (garanzia) per questi prestiti.

Il 29 febbraio 2012 un'altra asta ha fornito ulteriore liquidità alle banche per circa 529,53 miliardi di euro (scadenza al 26 febbraio 2015). <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>

⁸⁷ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm>

⁸⁸ Ibidem

del settore privato. La BCE⁸⁹ potrebbe sia acquistare titoli di debito da banche /istituzioni finanziarie o direttamente dalle società sul mercato primario. Il “*credit easing*”, quindi, modifica la composizione del bilancio della banca centrale attraverso l’acquisto di attività più rischiose e meno liquide.

Il *credit easing*, attraverso quattro effetti differenti (effetto segnalazione, effetto bilancio, effetto liquidità effetto stato patrimoniale) migliora la capacità delle banche di concedere prestiti con conseguenze, dunque, sul *deleveraging*⁹⁰ e sui *ratio* di solvibilità⁹¹.

Il *credit easing* ha un impatto diretto sull’offerta di credito ma non sulle sue condizioni, che non sono tornate ai livelli pre-crisi 2008. Un ulteriore limite è stato ricondotto all’ammontare di debito privato esistente (dato che il settore *corporate*⁹² era più indebitato in Spagna che in Francia o in Italia, il *credit easing* avrebbe solo un lieve impatto sulla penisola iberica rispetto agli altri due paesi) e all’impossibilità di controllare chi beneficerebbe dei maggiori crediti concessi dalle banche⁹³.

Il passaggio ad una politica monetaria a tassi negativi (*Negative Interest Rate Policy o Nirp*) è stato uno degli strumenti usati da Francoforte per disincentivare le banche a tenere la liquidità ferma in banca centrale e spronarle a cercare impieghi più proficui,

⁸⁹ La BCE ha già condotto una forma di *credit easing* attraverso i due programmi di riacquisto di covered bond lanciati rispettivamente nel 2009 e nel 2011. Tali strumenti non hanno, tuttavia, portato al risultato sperato. Le cause del limitato successo dello strumento sono riconducibili al basso ammontare di covered bond acquistati, allo statuto di covered bond considerato un asset sicuro e ad una distribuzione sub-ottimale del programma che venne condotto attraverso le differenti banche centrali nazionali e non dalla BCE. https://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Mondo/Altri_paesi_Europa/notizia/Bce_il_prossimo_passo_potrebbe_essere_il_credit_easing-372825

⁹⁰ Il *deleverage o deleveraging* è la riduzione della leva finanziaria, ovvero il disinvestimento, che le aziende realizzano seguendo varie possibili strade: ad esempio, rimborsare i debiti pregressi con la liquidità di cui dispongono, vendere asset finanziari detenuti in portafoglio al fine di fare cassa, aumentare il capitale sociale o (se sono istituti di credito) ridurre i prestiti alla clientela. <https://www.solofinanza.it/25022014/mercato-azionario-che-cosa-significa-deleveraging/9751>

⁹¹ Il coefficiente di solvibilità misura la capacità di un’impresa di far fronte sia ai propri debiti che alle proprie obbligazioni, consentendo di valutare la capacità di un’impresa di rimanere finanziariamente sana. Il coefficiente di solvibilità è il rapporto tra il patrimonio netto della società e le sue passività totali.

⁹² La storia del debito pubblico tra Spagna, Grecia, Irlanda, Portogallo ed Italia, determinata con un effetto domino, che partì da Atene, per colpire poi Dublino e quindi estendersi a Lisbona e Madrid e coinvolgere infine Roma con conseguenze, soprattutto politiche oltre che economiche e finanziarie, trova analogie tra queste diverse storie e profonde differenze. Tutte avevano in comune un eccesso di debito pubblico e di debito privato. Il debito globale oscillava dal 290 per cento del Pil della Grecia, al 400 per cento del Portogallo. Si dette particolare importanza non tanto all’indebitamento globale, quanto al peso del debito pubblico che era profondamente diverso da Paese a Paese. Si andava dal 147,5 per cento del Pil della Grecia, al 60,5 per cento della Spagna. Quindi, stando almeno alla declaratoria di Maastricht, la Spagna poteva essere annoverata tra i Paesi più virtuosi, avendo un rapporto debito pubblico/Pil di gran lunga inferiore alle medie dell’Eurozona. Ed invece in Spagna, almeno fino al 2011, lo spread sui suoi titoli, i Bonos, aveva superato di almeno di 100 punti quello sui Cct italiani.

⁹³https://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Mondo/Altri_paesi_Europa/notizia/Bce_il_prossimo_passo_potrebbe_essere_il_credit_easing-372825

sperabilmente nella forma di un maggiore credito all'economia della nostra area valutaria. Laddove però questo meccanismo non funzioni adeguatamente, i tassi negativi si traducono per le banche in un onere da sopportare per tenere le proprie disponibilità liquide in BCE che, *coeteris paribus*, è tanto più elevato quanto più negativo è il tasso sui depositi. I tassi di interesse negativi, quindi, sono spesso il risultato di uno sforzo disperato per stimolare la crescita economica durante periodi deflazionistici in cui famiglie e imprese detengono troppi risparmi invece di spendere. I tassi di interesse reali possono essere effettivamente negativi se l'inflazione supera il tasso di interesse nominale, con un forte calo della domanda e il generarsi prezzi ancora più bassi. La banca centrale, facendo leva sul potere di stabilire la quantità di riserve monetarie obbligatorie che le banche commerciali devono detenere sul proprio conto, impone a queste ultime un tasso di interesse negativo sulle riserve; in altre parole, le banche devono pagare per conservare i propri fondi presso la banca centrale, piuttosto che guadagnare interessi attivi. A catena, le banche stesse, per controbilanciare l'onere di questa "tassa", imporranno tassi di interesse negativi sui depositi dei propri clienti. In questo modo i depositanti sarebbero incentivati a spendere denaro piuttosto che conservarlo in banca e subire una perdita garantita⁹⁴.

In conclusione, in relazione agli strumenti esaminati, si può osservare che si tratta di strumenti che trovano la loro ragion d'essere in contesti eccezionali di crisi economico-finanziarie, con il compito di sopperire ai malfunzionamenti del meccanismo di trasmissione delle politiche monetarie e di trovare stimoli alternativi per l'economia quando il tasso d'interesse ufficiale raggiunge il suo livello minimo (*zero lower bound*), quindi usati per la prima volta dopo il 2007. Rientrano in questa descrizione tutti quegli interventi messi in atto per sopperire efficacemente a situazioni critiche di carenza di liquidità sia tra gli istituti di deposito che tra gli altri segmenti del mercato finanziario, l'acquisto diretto di titoli pubblici e privati, e alcune particolari forme di comunicazione finalizzate ad influenzare le aspettative sui tassi di interesse e ripristinare il corretto funzionamento dei mercati; si possono, quindi, annoverare tra le manovre atipiche tutte quelle politiche monetarie che colpiscono direttamente il costo e la disponibilità di finanziamenti esterni per le banche, le famiglie e le società non finanziarie⁹⁵. Il principio

⁹⁴ <https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-tassi-negativi-e-tassi-duali-sussidi-le-banche-ma-poco-credito-piu-l-economia-AD33FpGB>

⁹⁵ Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Bank of Italy Occasional Paper no. 102, 2011, Bank of Italy, Rome.

che sta alla base delle politiche non convenzionali sfrutta la varietà di tassi di interesse all'interno dell'economia: i tassi che riguardano le obbligazioni o i titoli azionari, infatti, sono generalmente maggiori dei tassi di interesse controllati dalla banca centrale, in quanto, intuitivamente, se fossero di importo pari o inferiore nessuno li preferirebbe ai titoli di Stato per loro natura meno rischiosi. Con l'acquisto di attività finanziarie di varia natura, da quelle pubbliche a quelle private, in cambio di riserve monetarie, la BCE modifica l'entità del proprio portafoglio e di quello degli operatori economici: la disponibilità sul mercato delle attività in questione si riduce, aumentandone il prezzo e riducendone il tasso d'interesse, mentre la liquidità in circolazione aumenta, favorendo la propensione a concedere finanziamenti delle banche commerciali⁹⁶.

3.2 Il *quantitative easing* come strumento cardine del cambiamento

Nel 2012 l'Europa si trova nel pieno della cosiddetta "crisi del debito", con i paesi "periferici" dell'Eurozona – Italia, Spagna, Portogallo e Grecia – in grave difficoltà. Gli interessi pagati da questi paesi per finanziare il proprio debito erano molto elevati, e ciò metteva a repentaglio la tenuta dei conti pubblici. Lo spread tra Btp decennali italiani e Bund tedeschi della stessa durata arriva a 500 punti base (oggi siamo intorno ai 170 punti) e i sistemi bancari rischiano seriamente di saltare.

Nel pieno della bufera anti-euro che si leva da molte parti del continente, il 26 luglio 2012 Mario Draghi si presenta alla Global Investment Conference di Londra e pronuncia le seguenti parole: "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough", ovvero "nell'ambito del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza". Parole che riescono a rassicurare i mercati, poi seguite da un intervento di politica monetaria mai visto prima in Europa con tassi portati a zero e massicci acquisti di obbligazioni governative (*quantitative easing*⁹⁷) che permettono ai paesi in difficoltà di respirare.

⁹⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009.it.html>

⁹⁷ La logica economica del QE è stata delineata per la prima volta nel 2004 dall'allora governatore della Federal Reserve Ben Bernanke. Tuttavia, affonda le sue radici molto indietro in una proposta di Tobin e

Il *quantitative easing* o allentamento quantitativo, con la quale la banca centrale acquista una quantità predeterminata di attività finanziarie, al fine di aumentare la liquidità del mercato, facilitare le condizioni finanziarie ed incoraggiare l'espansione del credito bancario privato, stimolando, in ultima istanza, l'attività economica. In altre parole interviene sul sistema economico e finanziario di uno stato per aumentare la moneta in circolazione, il *quantitative easing* rientra nel caso delle politiche monetarie espansive⁹⁸.

Una manovra di *quantitative easing* inizia con l'emissione di nuova moneta da parte della banca centrale, che viene immessa sul mercato tramite l'acquisto massiccio di titoli finanziari dalle banche. Affinché si parli di *quantitative easing* è necessario, infatti, che il processo includa la creazione di moneta. Inizialmente, i titoli acquistati attraverso un'operazione di *quantitative easing* sono titoli di stato a breve scadenza⁹⁹.

Il *quantitative easing*, quindi, agisce sull'economia attraverso diversi canali come il canale di credito¹⁰⁰, il riequilibrio del portafoglio¹⁰¹, il tasso di cambio¹⁰².

Buiter (1980) secondo cui la Federal Reserve potrebbe considerare l'acquisto di azioni come un modo per aumentare i prezzi delle attività, e quindi stimolare gli investimenti.

I passi principali dell'alleggerimento quantitativo quindi sono:

Il tradizionale canale keynesiano dei tassi di interesse, che opera tramite il tasso obbligazionario a lungo termine e la struttura a termine dei tassi di interesse. Pertanto, la Fed acquista obbligazioni a lungo termine e abbassa il tasso lungo rispetto al tasso breve, che è bloccato a zero. Oppure tramite il canale del mercato azionario. Parte dell'aumento della liquidità è diretto all'acquisto di azioni, all'aumento dei prezzi delle azioni e, a sua volta, all'aumento degli investimenti. Ancora attraverso un effetto ricchezza dei consumi risultante da un aumento dei prezzi delle obbligazioni e delle azioni. O tramite l'inflazione attesa. L'argomento qui è che l'inflazione attesa più alta offre alle famiglie e alle imprese un incentivo ad anticipare i consumi futuri e la spesa per investimenti per evitare prezzi futuri più alti (Neary e Stiglitz 1983). Questo può essere etichettato come un effetto di accelerazione della spesa, ed è l'analogo keynesiano dell'argomento monetarista sull'aumento dell'inflazione attesa che aumenta la velocità del denaro (Palley 2011). Infine attraverso il tasso di cambio, con parte dell'aumento della liquidità diretta agli acquisti di valuta estera che riducono il tasso di cambio reale. Palley T. L., *Quantitative easing: a Keynesian critique*, *Investigación Económica*

Vol. 70, No. 277 (julio-septiembre de 2011), pp. 69-86 (18 pages) Published by: Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) <https://www.jstor.org/stable/42779200?read-now=1&refreqid=excelsior%3Af8948c1991cf3ddc3003bf895100d31a&seq=7>

⁹⁸ https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/show-me/html/app_infographic.it.html

⁹⁹ https://www.lumsa.it/sites/default/files/UTENTI/u1499/Lezione_17_Politica_Monetaria.pdf

¹⁰⁰ Fornendo liquidità al settore bancario, stimolando così la crescita del credito. Inoltre, se la banca centrale acquista anche strumenti finanziari più rischiosi dei titoli di Stato (come le obbligazioni societarie), determina un aumento del prezzo ed una riduzione del rendimento di tali attività. https://www.lumsa.it/sites/default/files/UTENTI/u1499/Lezione_17_Politica_Monetaria.pdf

¹⁰¹ In questo caso, la banca centrale ritira dal mercato una larga parte dei titoli *risk free*, acquisendoli nel proprio bilancio, il che può portare gli investitori privati a rivolgersi ad altre attività finanziarie; a causa della relativa mancanza di titoli di Stato, cioè, gli investitori sono costretti a "riequilibrare i loro portafogli" inserendo altre attività. Inoltre, acquisendo anche titoli diversi dai titoli di Stato, la banca centrale può ridurre il rendimento di questi strumenti (poiché aumenta la loro domanda e i loro prezzi aumentano di conseguenza).

https://www.lumsa.it/sites/default/files/UTENTI/u1499/Lezione_17_Politica_Monetaria.pdf

¹⁰² In questo caso aumenta la massa monetaria e riduce il rendimento delle attività finanziarie, il *quantitative easing* tende a deprezzare la moneta di un paese rispetto ad altre valute, attraverso il meccanismo dei tassi di

Occorre precisare in relazione a quanto già detto che il QE non è una soluzione alla trappola della liquidità, perché in questo caso l'ipotesi di fondo è che gli acquisti di attività cambieranno i prezzi delle attività, quindi l'opposto dell'effetto della trappola della liquidità¹⁰³.

Un effetto di equilibrio del portafoglio che potrebbe essere provato dal fatto che il prezzo delle attività acquisite come sostituti dei titoli di Stato, si alzò. A tal proposito si potrebbero considerare i rendimenti delle obbligazioni societarie diminuiti sostanzialmente, nei mesi successivi l'avvio dei programmi di acquisto di attività della Banca, in particolare nel 2009, quando la maggior parte degli acquisti sono stati effettuati. Il calo dei rendimenti delle obbligazioni societarie è stato utile per le aziende, le quali possono sfruttare direttamente i mercati dei capitali. Queste aziende potrebbero essere in grado di sostituire i finanziamenti bancari con fondi raccolti direttamente sui mercati finanziari¹⁰⁴.

Il *quantitative easing* della BCE ha avuto inizio nel marzo 2015 con l'annuncio e l'avvio dell'estensione dei due programmi di acquisto precedenti (CBPP3 e ABSPP), questa volta indirizzati ai titoli di stato e questa volta di grande entità, all'interno del *Public Sector Purchase Programme*. (PSPP). Attraverso tale programma la Banca centrale immette liquidità nel sistema finanziario con operazioni di mercato aperto, tramite l'acquisto di titoli pubblici e privati, al fine di ripristinare il canale del credito dalle banche all'economia reale e fronteggiare i rischi di deflazione, riportando il tasso di inflazione verso il target del 2%.

I tre programmi di acquisto a titolo definitivo sono stati riunificati dalla BCE sotto la denominazione di *Expanded Asset Purchase Programme* (EAPP). La prima fase del QE, (2015) prevedeva acquisti mensili di 60 miliardi di euro, diretti prevalentemente ai titoli pubblici (90% circa), ma in parte anche a titoli emessi da istituzioni europee e da agenzie situate nell'area dell'euro. La distribuzione degli acquisti tra i vari Paesi dell'Eurozona era

interesse. I tassi di interesse più bassi inducono un deflusso di capitali verso l'estero, riducendo così la domanda estera di denaro di un paese, cui segue una svalutazione della valuta domestica. Ciò aumenta la domanda di esportazioni, in quanto aumenta la competitività dei beni domestici sui mercati internazionali, e va a diretto vantaggio della domanda interna, e, di conseguenza, della produzione.

https://www.lumsa.it/sites/default/files/UTENTI/u1499/Lezione_17_Politica_Monetaria.pdf

¹⁰³ Ibidem

¹⁰⁴ Joyce M., Miles D., Scott A. and Vayanos D., *Quantitative Easing And Unconventional Monetary Policy – An Introduction*, The Economic Journal, 122 (November), F271–F288. Doi: 10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x.2012The Author(s). TheEconomicJournal2012Royal Economic Society. Published by Blackwell Publishing, 9600 Garsington Road, Oxford OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA 02148, USA. <https://www.jstor.org/stable/23324224?seq=1>

proporzionata alla percentuale di capitale sociale della BCE detenuto dalle banche centrali nazionali (cosiddetta *capital key*). A dicembre del 2015 la BCE ha approvato la seconda fase del QE, che prevedeva l'estensione degli acquisti per altri sei mesi, a parità di "portata" dello stimolo, indirizzati questa volta anche ai titoli emessi dagli enti locali. Questo programma è durato fino a marzo del 2016 quando la BCE ha sorpreso i mercati con una serie di decisioni senza precedenti: il tasso di rifinanziamento fu abbassato fino a toccare lo 0% e il tasso sui depositi presso la banca centrale, già negativo, fu ulteriormente ridotto al -0,4% (ciò significa che le banche pagavano per detenere la propria liquidità in eccesso presso la banca centrale). Nella stessa occasione, l'ammontare mensile dell'acquisto di titoli fu ampliato da 60 a 80 miliardi di euro, estesi anche a titoli non governativi, emessi da società private non bancarie (aventi rating superiore a BBB-). Da aprile 2017 il programma è stato riportato a 60 miliardi di euro di acquisti al mese, dimezzati a 30 miliardi da gennaio del 2018. Nei mesi di ottobre, novembre e dicembre 2018, gli acquisti netti mensili sono stati di 15 miliardi di euro al mese. Le operazioni di acquisto si sono concluse il 31 dicembre 2018, mentre veniva confermato il livello dei tassi di interesse: il tasso principale restava fermo allo 0%, quello sui prestiti marginali allo 0,25% e quello sui depositi a -0,4%¹⁰⁵.

Il governatore della BCE, Mario Draghi, aveva assicurato fin da subito che la politica monetaria sarebbe rimasta sufficientemente accomodante da sostenere la dinamica dei prezzi, rimarcando come la BCE avrebbe continuato a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza durante il programma "dopo la conclusione degli acquisti netti di attività e dopo la data del primo aumento dei tassi, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario¹⁰⁶". Possiamo definire quindi la fine del QE come una fine "a metà": la BCE termina gli acquisti netti, cioè smette di accrescere il proprio bilancio comprando titoli sul mercato secondario, ma continua a reinvestire i proventi dal rimborso dei titoli già acquistati. In questo modo non smette di svolgere la sua funzione di iniettore di liquidità nell'Eurozona, ma riduce la portata dei suoi interventi¹⁰⁷.

¹⁰⁵ BBC NEWS *What is Quantitative Easing?*, BBC news, 7 Marzo 2013

¹⁰⁶ Casavecchi S. *BCE: Tassi, QE, Abs. Tutte le misure applicabili oggi da Mario Draghi*, Forexinfo 5 Giugno 2014

¹⁰⁷ Ibidem

L'acquisto da parte della BCE di titoli di stato, obbligazioni garantite ed altre attività private o pubbliche allo scopo di migliorare le condizioni di liquidità delle banche e, di conseguenza, l'economia reale, non avviene in modo indiscriminato, ma presenta una serie di limiti: in primo luogo, i titoli vengono acquistati sul mercato secondario dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) per un ammontare non superiore al 25% di ogni emissione; in secondo luogo, la BCE non può acquistare una quantità di titoli di stato pari al più del 50% del debito pubblico di ogni singolo paese; infine, in caso di perdita, la condivisione dei rischi con la BCE è limitata al 20% dei titoli acquistati¹⁰⁸.

3.3 Gli effetti della politica monetaria attuata dalla Banca Centrale Europea dopo il 2008

L'obiettivo generale della BCE, come specificato nei precedenti capitoli, è il raggiungimento della stabilità economica in modo da garantire l'esistenza dell'euro mentre l'obiettivo specifico è quello di raggiungere la stabilità dei prezzi e quindi di ottenere un tasso d'inflazione inferiore, ma vicino, al 2%¹⁰⁹. A questo punto occorre quindi capire se le politiche monetarie della BCE sono state conformi al problema iniziale che si è posto, se hanno realmente dato l'efficacia che si erano prefisse, cioè mettere in relazione l'obiettivo di raggiungere un tasso d'inflazione vicino al 2% con quanto si è effettivamente ottenuto alla fine del 2016¹¹⁰.

Dopo l'introduzione delle prime misure non convenzionali, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, (IAPC)¹¹¹ ha avuto un andamento piuttosto altalenante. Prima dell'introduzione delle prime politiche monetarie non convenzionali, tra il 2007 e il 2008,

¹⁰⁸ Bufacchi I., *Il credit easing che piace ai mercati*, Il Sole 24 ore, 10 Giugno 2014

¹⁰⁹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.it.html>

¹¹⁰ L'anno 2016 è stato anche caratterizzato da segni di progresso, con l'attenuarsi dell'incertezza economica, ma si intensificarsi dell'incertezza politica. In marzo 2016 sono state introdotte una serie di nuove misure per espandere lo stimolo monetario, fra cui l'ulteriore riduzione dei tassi di riferimento, l'incremento del programma di acquisto di attività da 60 miliardi a 80 miliardi di euro su base mensile, l'acquisto per la prima volta di titoli del settore societario e l'introduzione di nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Queste misure si sono dimostrate molto efficaci nel conseguire l'allentamento delle condizioni finanziarie, nel sostenere la ripresa e nel favorire, infine, un graduale aggiustamento dell'inflazione verso livelli prossimi al nostro obiettivo

¹¹¹ Lo IAPC è prodotto dall'Eurostat, l'istituto statistico dell'Unione europea, insieme agli istituti nazionali di statistica. Misura le variazioni medie nel tempo dei prezzi corrisposti dalle famiglie per un paniere di beni e servizi di consumo. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016it.pdf>

il tasso d'inflazione registrava livelli tra il 2% e il 4%, mentre in seguito allo scoppio della crisi finanziaria globale e quindi all'introduzione delle politiche non convenzionali da parte del Consiglio direttivo, l'IAPC ha raggiunto anche livelli negativi. Dopo un picco negativo nel 2009, l'inflazione è tornata a salire e a superare la soglia target del 2% tra il 2011 e il 2012, prima di crollare nuovamente raggiungendo ancora livelli negativi nel 2015. In seguito all'introduzione dell'EAPP da parte della banca centrale, l'inflazione è aumentata nuovamente avvicinandosi al target stabilito e alla fine del 2016 il tasso d'inflazione era all'1.1%¹¹².

Tabella 3 Tasso d'inflazione al momento d'introduzione delle politiche monetarie non convenzionali

Programma	Inizio	Tasso d'inflazione (IAPC)
<i>LTRO1</i>	ottobre 2008	3.2%
<i>CBPP 1</i>	luglio 2009	-0.7%
<i>SMP</i>	maggio 2010	1.7%
<i>CBPP 2</i>	novembre 2011	3%
<i>LTRO2</i>	dicembre 2011	2.8%
<i>LTRO2</i>	febbraio 2012	2.7%
<i>TLTRO 1</i>	giugno 2014	0.5%
<i>CBPP3</i>	ottobre 2014	0.4%
<i>ABSPP</i>	novembre 2014	0.3%
<i>PSPP</i>	marzo 2015	-0.1%
<i>TLTRO 2</i>	marzo 2016	0%
<i>CSPP</i>	giugno 2016	0.1%

Fonte:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220310~2d19f8ba60.it.html>

L'andamento dell'inflazione, a partire dal 2008, quindi, può essere messo in relazione con l'utilizzo delle misure non convenzionali suddividendolo in due fasi principali, a dipendenza dell'intensità dell'utilizzo di tali misure da parte della BCE, considerando che

¹¹² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html>

fino al 2012 l'utilizzo di queste politiche è stato limitato. Si è quindi suddiviso il periodo 2008-2016 nelle due seguenti fasi, in relazione all'uso delle misure adottate e i loro effetti sull'andamento dell'inflazione:

- fase 1: 2008-2012
- fase 2: 2012-2016

Per quanto riguarda la prima fase, dall'ottobre del 2008 al luglio del 2009 il trend dell'inflazione è discendente; l'IAPC passa da un valore del 3.2% ad un valore del -0.7% che rappresenta, per inciso, il minimo storico per quanto riguarda l'area dell'euro. Durante questa fase la principale misura introdotta dalla BCE è la modifica della durata delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, con l'introduzione del LTRO1. Tra il luglio del 2009, mese nel quale è stato introdotto il CBPP1, e il novembre del 2011 risulta un trend ascendente che porta l'inflazione dal -0.7% al 3%. In questo periodo la BCE ha introdotto tre programmi di acquisto di attivi, i primi della sua storia, il CBPP1 per l'appunto, il SMP e il CBPP2.

Relativamente alla seconda fase invece, tra il 2012 e il gennaio del 2015 vi è un altro periodo discendente culminato nuovamente in un momento deflattivo; ad inizio 2012 l'inflazione si attestava attorno al 3% mentre nel gennaio del 2015 raggiungeva livelli negativi (-0.6%). Tale situazione è stata anche accentuata dal forte crollo dei prezzi del petrolio a partire dal 2011, che ha aggiunto un'ulteriore pressione deflazionistica. Per quanto riguarda le misure non convenzionali in questo periodo, tra la fine del 2011 e il 2012 la BCE ha modificato nuovamente la scadenza delle LTRO (ORLT) mentre nel 2014 è stato introdotto il TLTRO1 e sono stati avviati due ulteriori programmi di acquisto di attivi, il CBPP3 e l'ABSPP. Dal gennaio del 2015 alla fine del 2016 vi è una risalita del livello dei prezzi.

Nel gennaio del 2015 è stato annunciato l'avvio del programma d'acquisto PSPP, che dava il via al *quantitative easing* della BCE. In questa fase si nota un trend ascendente che riporta l'inflazione da un valore iniziale del -0.6% ad un valore dell'1.1% nel dicembre del 2016. Oltre al PSPP, in questo periodo ed in particolare nel 2016, sono stati introdotti il TLTRO2 e il CSPP¹¹³.

¹¹³ Banca Centrale Europea, *The ECB's recent monetary policy measures: Effectiveness and challenges. Lettura di Mario Draghi all'IMF, Washington*. 2015, 14 maggio
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Le prime politiche introdotte nel contesto dell'*enhanced credit support* ovvero le LTRO, il CBPP1 e CBPP2, il SMP e le TLTRO, hanno aumentato la concorrenza per quanto riguarda i crediti offerti dalle banche. Questo ha portato ad una diminuzione dei tassi d'interesse che di conseguenza hanno creato più domanda per i prestiti; questo meccanismo ha comportato una diminuzione generale dei costi di finanziamento negli Stati dell'area dell'euro¹¹⁴.

Una variazione nelle condizioni di finanziamento incide sulle decisioni di consumo e spesa dei soggetti economici; di conseguenza la domanda aggregata e il livello dei prezzi variano. Queste misure introdotte dalla banca centrale hanno avuto, a dipendenza di quanto è lungo il lasso di tempo che il meccanismo di trasmissione¹¹⁵ impiega a riversarsi sul livello dei prezzi, effetti positivi sul tasso d'inflazione.

L'orientamento della politica monetaria della BCE, dopo il 2015, ha continuato a trasmettersi all'economia reale e ha sostenuto la domanda interna. Occorre sottolineare che in atto vi erano tutte le azioni di politiche economiche introdotte da parte dei singoli governi per stimolare l'economia i cui effetti li possiamo riscontrare di seguito con i dati che mostrano il miglioramento dello stato dell'economia a prova che la politica monetaria ha continuato a trasmettersi all'economia reale. I consumi privati nell'area dell'euro si sono rafforzati ulteriormente nel 2016, raggiungendo un tasso di variazione medio annuo intorno al 2,0 per cento. In una prospettiva settoriale, nell'area euro, l'aumento del prodotto nel 2016 è stato generalizzato. Il valore aggiunto lordo complessivo, che nel secondo trimestre del 2015 aveva superato il massimo pre-crisi raggiunto nel primo trimestre del 2008, è aumentato di circa l'1,7 per cento nella media del 2016. La crescita del valore aggiunto nell'industria (al netto delle costruzioni) ha rallentato a circa l'1,6 per cento nel 2016, mentre nel settore dei servizi il valore aggiunto è salito dell'1,8 per cento, poco di più

¹¹⁴ Ibidem

¹¹⁵ Il processo di trasmissione della politica monetaria ha inizio con le variazioni dei tassi del mercato monetario che la banca centrale può indurre attraverso il controllo operato sulle condizioni di tale mercato. Le variazioni dei tassi del mercato monetario condizionano, sebbene in vario grado, gli altri rendimenti del mercato, ad esempio i tassi applicati dalle banche ai prestiti e ai depositi a breve termine. Eventuali attese di una futura modifica dei tassi ufficiali di riferimento influiscono anche sui tassi di mercato a più lungo termine, poiché questi rispecchiano le aspettative sull'evoluzione dei tassi a breve. Meno diretta è invece l'incidenza di una variazione dei tassi del mercato monetario sui tassi di interesse per le scadenze molto lunghe (come i rendimenti dei titoli di Stato a dieci anni e i tassi bancari attivi a lungo termine), poiché questi dipendono largamente dalle aspettative del mercato circa le tendenze di lungo periodo della crescita e dell'inflazione nell'economia. In altri termini, i tassi a più lungo termine solitamente non risentono di una variazione dei tassi di riferimento, a meno che questa non modifichi le attese del mercato riguardo agli andamenti economici di lungo periodo.

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006it.pdf>

rispetto al 2015. Allo stesso tempo, il valore aggiunto nelle costruzioni, pur essendo ancora molto inferiore ai livelli pre-crisi, ha acquisito slancio, aumentando di circa il 2,0 per cento, il dato più elevato registrato dal 2006. Ciò conferma l'andamento sempre più positivo del comparto edilizio dopo il protratto periodo di contrazione o debole crescita iniziato nel 2008.

I mercati del lavoro si sono ulteriormente rafforzati nel 2016. Nel terzo trimestre del 2016 il numero di occupati nell'area dell'euro è aumentato dell'1,2 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2015, o più del 3 per cento rispetto all'ultimo minimo ciclico toccato nel secondo trimestre del 2013. Tuttavia, l'occupazione si è mantenuta a un livello inferiore di circa lo 0,5 per cento rispetto al massimo pre-crisi nel primo trimestre 2008. Per quanto attiene alla scomposizione per settore, l'occupazione è aumentata soprattutto nel settore dei servizi e, in misura minore, nell'industria al netto delle costruzioni, mentre è rimasta sostanzialmente stabile nel comparto edilizio. Il tasso di disoccupazione ha continuato a scendere nel 2016 e in dicembre ha toccato il 9,6 per cento, il livello minimo dalla metà del 2009. Il calo della disoccupazione, a partire alla seconda metà del 2013, ha interessato in maniera generalizzata i generi e le diverse fasce di età.

Le misure di politica monetaria poste in atto dalla BCE, a partire dal 2008 al 2016, hanno stimolato la domanda e quindi promosso gli investimenti. Di conseguenza, nel 2016 gli investimenti hanno contribuito ancora in misura sostanziale alla crescita, riflettendo altresì l'incremento dei profitti aziendali, i minori vincoli di domanda e il crescente grado di utilizzo della capacità produttiva. Nel 2016 il Pil ai prezzi di mercato è stato pari a 1.672.438 milioni di euro correnti, con un aumento dell'1,6% rispetto all'anno precedente. In volume il Pil è cresciuto dello 0,9%. Nel 2015 si era registrato una crescita dello 0,8%. Il Pil in volume risale appena al di sopra del livello registrato prima del 2008.

Secondo le proiezioni macroeconomiche di dicembre 2016 degli esperti dell'Eurosistema, il debito pubblico è sceso all'89,4 per cento del PIL nel 2016, dal 90,4 per cento nell'anno precedente. Il miglioramento osservato nel 2016 è ascrivibile pressoché in eguale misura a tre fattori: a) l'evoluzione positiva del differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita del PIL, di riflesso ai bassi tassi di interesse e alla ripresa economica; b) i modesti avanzi primari; c) i raccordi disavanzo-debito negativi¹¹⁶.

¹¹⁶ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016it.pdf>

Inoltre, le misure di politica monetaria hanno stimolato la fiducia delle imprese, ridotto i loro oneri netti per interessi e allentato le condizioni finanziarie, anche per le piccole e medie imprese, consolidando ulteriormente gli investimenti privati. Gli investimenti in mezzi di trasporto, in particolare, hanno contribuito alla ripresa degli investimenti delle imprese¹¹⁷.

La BCE, nel periodo di turbolenza e sviluppo della crisi del 2008 ha dimostrato la capacità di reagire con prontezza, flessibilità e decisione, ha adeguato rapidamente l'offerta di liquidità al settore bancario. Soprattutto, non ha esitato a ridurre i tassi di interesse a livelli storicamente bassi e ad attuare un'ampia gamma di misure non convenzionali dopo l'acuirsi della crisi nell'autunno del 2008, pienamente in linea con il suo mandato principale di mantenere la stabilità dei prezzi nell'area dell'euro in un orizzonte di medio periodo. Queste misure non convenzionali hanno mirato a sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria in un contesto di disfunzioni nei mercati. Nel complesso, quindi, la risposta della BCE ha sostenuto l'intermediazione finanziaria nell'area dell'euro salvaguardando il rifinanziamento delle banche solvibili e ripristinando la fiducia tra gli operatori dei mercati finanziari. A sua volta, il successo nel preservare la sostenibilità del sistema bancario e di segmenti importanti dei mercati finanziari è servito a mantenere la disponibilità di credito per famiglie e imprese a tassi accessibili nonché, in definitiva, a preservare la stabilità dei prezzi¹¹⁸.

3.4 L'evoluzione della politica monetaria dell'Unione europea di fronte alle crisi economiche

Le scelte compiute della BCE, dopo la crisi del 2008, tramite gli strumenti che abbiamo considerato e gli effetti ottenuti possono essere lette attraverso le parole di Mario Draghi, in un discorso del 15 novembre 2012, allora Presidente della BCE. Il quale, con la sua analisi, ci dà la possibilità di capire la linea d'intervento della BCE, "la BCE ha abbassato i

¹¹⁷ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016it.pdf>

¹¹⁸ La Risposta della BCE alla crisi finanziaria BCE Bollettino mensile Ottobre 2010 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806it.pdf>

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 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 caso¹¹⁹.

La frammentazione del mercato finanziario unitario ha determinato la “trasmissione della politica monetaria”, quindi il premier Draghi nel suo discorso continua spiegando la strada possibile dell'intervento, “per decidere il tipo di azione appropriato, occorre valutare due aspetti fondamentali. Innanzitutto, dovevamo diagnosticare con precisione il motivo per cui la trasmissione si era interrotta. In secondo luogo, dovevamo individuare lo strumento di politica monetaria più efficace per porvi rimedio, rimanendo sempre entro i limiti del nostro mandato che è quello di preservare la stabilità dei prezzi”¹²⁰.

Il premier Draghi, allora presidente della BCE, conferma che ogni decisione presa per rispondere alla crisi è stata dettata dall'obiettivo della stabilità dei prezzi, come abbiamo visto in precedenza, attraverso i dati riportati dalle analisi lungo gli anni post crisi (2008) e attraverso i cambiamenti d'intervento per una nuova eccezionale ed inaspettata crisi del 2020.

Le crisi generano situazioni imprevedibili, come abbiamo esaminato, alle quali seguono risposte eccezionali. La situazione odierna post pandemica ha visto in essere un'altra serie di azioni inedite messe in campo. La BCE, l'8 luglio 2021, approva una nuova strategia di politica monetaria, che definisce come conseguire l'obiettivo primario del mantenimento della stabilità dei prezzi nell'area dell'euro, facendo riferimento a un insieme adeguato di strumenti, indicatori e obiettivi intermedi di politica monetaria¹²¹.

La nuova strategia si determina nei seguenti punti cardini:

- Adotta un obiettivo di inflazione simmetrico del 2% a medio termine
- Il Consiglio direttivo conferma che lo IAPC resta la misura dei prezzi più adeguata e raccomanda l'inclusione nel corso del tempo delle abitazioni occupate dai proprietari.

¹¹⁹ Ibidem

¹²⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121115_1.it.html

¹²¹ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

- La nuova strategia di politica monetaria rappresenta l'esito del riesame approfondito avviato nel gennaio 2020.
- Il Consiglio direttivo approva un ambizioso piano di azione connesso al cambiamento climatico.

Dal comunicato stampa del consiglio direttivo della BCE dell'otto luglio 2021 si evince che: *Il Consiglio direttivo ha confermato altresì che l'insieme dei tassi di interesse della BCE continua a essere il principale strumento di politica monetaria.*¹²² .

La situazione creatasi nel 2020 a causa della pandemia mondiale dovuta al Coronavirus mostra che attraverso gli indicatori economici e i risultati delle indagini congiunturali che l'economia dell'area dell'euro ha subito una drastica contrazione, alimentata ulteriormente da un repentino deterioramento delle condizioni nel mercato del lavoro¹²³.

La BCE ha deciso di lasciare invariati il tasso sui depositi (-0,5%) e sulle operazioni di rifinanziamento marginale (0,25%). Ha invece ridotto di ulteriori 50 punti base i tassi di interesse sul TLTRO3, le maxi-aste di liquidità per il periodo tra giugno 2020 e giugno 2021, al fine di mantenere la liquidità del mercato e assicurare flussi di credito all'economia. Ma la BCE si è spinta ben oltre, varando una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine, le PELTRO (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations), 30 aprile 2020, che, come dice il nome, sono nate proprio per rispondere alla pandemia. L'obiettivo è, anche in questo caso, quello di favorire l'accesso del sistema bancario ai fondi ed evitare, dunque, una crisi del credito nell'Eurozona. Il programma di acquisto di debito per l'emergenza pandemica (PEPP), rivolto ai paesi maggiormente indebitati. Questo prevedeva sette operazioni di rifinanziamento da condurre tra maggio 2020 e luglio-settembre 2021, con una procedura di asta a tasso fisso a piena aggiudicazione e con un tasso di interesse di 25 *basis point* più basso rispetto al tasso

¹²² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html>

¹²³ Nel primo trimestre del 2020 il Pil in termini reali dell'area dell'euro è diminuito del 3,8% rispetto al trimestre precedente. Secondo la stima dell'Eurostat, l'inflazione annuale misurata dall'IAPC è scesa a 0,1% a maggio, dallo 0,3% di aprile, rispecchiando principalmente il calo dei prezzi nel settore energetico. Le aspettative nel medio termine sono al ribasso, data la maggiore debolezza della domanda. Inoltre, nello stesso periodo, il tasso di espansione dei prestiti alle società non finanziarie è tendenzialmente aumentato passando dal 5,5% al 6,6% tra marzo e aprile 2020, riflettendo l'esigenza delle imprese di finanziare maggiormente le spese correnti e gli investimenti a fronte di una rapida diminuzione delle entrate; viceversa, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie ha fatto registrare una diminuzione, passando al 3% in aprile 2020, rispetto al 3,4% del mese precedente, manifestazione della riduzione dei consumi dovuta alle misure di contenimento, al calo della fiducia e al deterioramento delle condizioni di lavoro. https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.it.html

medio delle operazioni principali di rifinanziamento prevalenti durante la vita di ogni PELTRO¹²⁴.

A dicembre 2021, visti i progressi nella ripresa economica e il miglioramento delle prospettive di inflazione, il Consiglio direttivo ha annunciato la fine degli acquisti netti di titoli nell'ambito del PEPP alla fine di marzo 2022. Allo stesso tempo, l'orizzonte di reinvestimento del PEPP era prorogato almeno fino alla fine del 2024. Al fine di garantire una graduale riduzione degli acquisti netti complessivi, il Consiglio aveva inoltre deciso di aumentare gli acquisti mensili nell'ambito del Programma di acquisto di attività (PAA) a 40 miliardi di euro nel secondo trimestre del 2022 e a 30 miliardi di euro nel terzo trimestre del 2022. Da ottobre 2022 in poi, il Consiglio direttivo avrebbe mantenuto gli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a un ritmo mensile di 20 miliardi di EUR per tutto il tempo necessario a rafforzare l'impatto accomodante dei suoi tassi ufficiali¹²⁵.

Nel marzo 2022, tuttavia, sulla base della sua valutazione aggiornata delle prospettive di inflazione e crescita e tenendo conto del contesto incerto suscitato dall'invasione russa dell'Ucraina, il Consiglio direttivo ha rivisto il programma di acquisto del suo *Asset purchases programme* (APP) per i mesi successivi. Gli acquisti netti mensili nell'ambito dell'APP sono fissati a 40 miliardi di euro ad aprile, 30 miliardi di euro a maggio e 20 miliardi di euro a giugno. La calibrazione degli acquisti netti per il terzo trimestre dipenderà dai dati e rifletterà la sua valutazione in evoluzione delle prospettive. In giugno 2022, a causa delle crescenti pressioni inflazionistiche, il Consiglio direttivo ha deciso di porre fine agli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA a partire dal 1° luglio 2022¹²⁶. Inoltre la BCE ha annunciato che nella riunione del prossimo 21 luglio, il Consiglio direttivo, per la prima volta da oltre dieci anni, aumenterà i tassi di interesse di riferimento di politica monetaria, dello 0,25% per l'esattezza, e che intende aumentarli anche a settembre. Questa decisione è stata presa per contrastare l'aumento dell'inflazione e i suoi effetti negativi per le persone e per le imprese, per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi, cioè un'inflazione del 2% all'anno nel medio termine.

¹²⁴ Ibidem

¹²⁵ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/pspp/index.html>

¹²⁶ Ibidem

Considerando che attualmente l'inflazione nell'area dell'euro è molto superiore al 2%. La stima dell'Eurostat per il mese di maggio è dell'8,1%¹²⁷.

Occorre affermare che dal punto di vista della politica monetaria, il ruolo delle strozzature nelle dinamiche inflazionistiche¹²⁸, affrontate durante la crisi del 2008, a breve e medio termine deve essere valutato attentamente. Inoltre, va riconosciuto che le strozzature¹²⁹ non sono l'unico fattore che influenza il contesto inflazionistico generale, con una valutazione globale della politica monetaria che tiene conto di un'ampia gamma di fattori. Inoltre, si dovrebbe riconoscere che la prevalenza di rigidità nominali al ribasso dei salari e dei prezzi¹³⁰ significa che i movimenti relativi dei prezzi a sorpresa dovrebbero essere compensati principalmente tollerando un aumento del tasso di inflazione, piuttosto che cercare di mantenere un tasso di inflazione costante che potrebbe essere raggiunto solo con una sostanziale riduzione della domanda complessiva e dei livelli di attività. Poiché le strozzature sono state risolte, le pressioni sui prezzi sono diminuite e l'inflazione è tornata alla sua tendenza senza che sia stato necessario un aggiustamento significativo della

¹²⁷<https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/perch-la-bce-aumenter-i-tassi-di-interesse/?dotcache=refresh>

¹²⁸ Il termine bottlenecks (collo di bottiglia) si riferisce genericamente a una mancata corrispondenza tra domanda e offerta. In termini di dinamica inflazionistica, le dislocazioni relative dei prezzi associate alle strozzature sono intrinsecamente a breve termine piuttosto che di natura permanente. In particolare, un aumento del prezzo relativo per un articolo scarso indurrà nel tempo la creazione di nuova offerta, raffreddando anche la domanda. Inoltre, se l'interruzione dell'offerta è causata da una perdita di capacità produttiva puramente limitata nel tempo, il recupero della capacità di fornitura una volta annullato lo shock temporaneo eserciterà una pressione al ribasso sui prezzi. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220210~1590dd90d6.en.html>

¹²⁹ Situazione, condizione, comportamento o altro fatto che costituisca un ostacolo o sia motivo di rallentamento al normale e regolare svolgimento di un'attività produttiva. In particolare, nell'ambito della teoria economica della crescita, la s. è determinata dalla presenza di squilibri che si traducono in ostacolo allo sviluppo: per es., la cattiva distribuzione del reddito che impedisce l'espansione della domanda effettiva, l'eccesso di risparmio e l'insufficienza degli investimenti rispetto all'incremento della popolazione, la bassa capacità di importazione che frena le esportazioni e l'aumento del reddito, la rigidità dell'offerta di certi prodotti rispetto alle condizioni della domanda. https://www.treccani.it/enciclopedia/strozzatura_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=Situazione%2C%20condizione%2C%20comportamento%20o%20altro,svolgimento%20di%20un%27attivit%C3%A0%20produttiva.

¹³⁰ Rigidità è la mancanza di elasticità, in riferimento in particolare alla domanda o all'offerta di beni e di fattori produttivi, quando il rapporto tra la variazione percentuale della quantità domandata (o offerta) e quella del prezzo è un valore assoluto inferiore all'unità. In macroeconomia, si parla di rigidità nominali e reali. Le prime riguardano le difficoltà di aggiustamento dei prezzi nominali, per es. a causa di costi di listino (ingl. *menu costs*), che incentivano i produttori a variarlo infrequentemente, o solo a dati intervalli di tempo. Nella realtà, tuttavia, le rigidità nominali sono relativamente piccole, soprattutto al rialzo, mentre asimmetricamente sono più forti al ribasso, e difficilmente possono spiegare da sole le ampie fluttuazioni dell'attività economica. https://www.treccani.it/enciclopedia/rigidita_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

politica monetari¹³¹. Quindi di fronte ad una situazione estrema, di emergenza, se la BCE non avesse adottato l'APP¹³² e in particolare se non avesse incluso i titoli pubblici nell'insieme delle attività idonee, con un effetto deflazionistico, si sarebbe potuta concretizzare una spirale con gravi conseguenze per la credibilità della banca centrale. L'APP allora è stata essenziale per evitare il materializzarsi di tale rischio e preservare la reputazione della BCE¹³³.

Le attività d'investimento, soprattutto delle aziende, registravano ancora dei fattori negativi legati all'elevato indebitamento delle imprese e l'indebolimento dell'interscambio mondiale. Ma occorre evidenziare che la politica monetaria della BCE ha continuato a trasmettersi all'economia reale e ha sostenuto la domanda interna, con evidenti miglioramenti della redditività delle imprese e degli investimenti, con significativi incrementi dell'occupazione, inoltre i consumi privati nell'area dell'euro si sono rafforzati ulteriormente nel 2016, raggiungendo un tasso di variazione medio annuo intorno al 2,0 per cento. Può essere evidenziato anche che l'introduzione del *quantitative easing*, ha rappresentato un fattore chiave per la ripresa economica dell'area dell'euro¹³⁴.

Le misure adottate dopo la crisi del 2008 hanno avuto effetti sui mercati finanziari solo da novembre 2014, quindi dal momento nel quale sono state annunciate le misure che rientrano nei programmi di acquisto dell'Eurosistema.

L'*Expanded Asset Purchase Programme* (APP) ha rafforzato gli effetti sui tassi di interesse e contribuito alla crescita del PIL e sostenuto le aspettative dell'inflazione, dimostrando che le misure non convenzionali hanno avuto un riscontro positivo, rispetto quelle usate prima della crisi.

La risposta dopo la pandemia è stata impostata immediatamente sui programmi d'acquisto, in modo tale che il PEPP potesse determinare una forte riduzione delle tensioni sui mercati finanziari e abbia contrastato i rischi che minacciavano la regolare trasmissione della politica monetaria in tutte le giurisdizioni dell'area dell'euro. Limitando poi anche il rischio sovrano e migliorando le condizioni di liquidità, si può quindi desumere che la pronta

¹³¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220210~1590dd90d6.it.html>

¹³² Expanded Asset Purchase Programme: Il programma di acquisto di attività (PAA) della BCE fa parte di un pacchetto di misure di politica monetaria non standard che comprende anche operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine e che è stato avviato a metà del 2014 per sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e fornire l'importo di accomodamento politico necessario per garantire la stabilità dei prezzi. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

¹³³ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2019-0486/QEF_486_19.pdf

¹³⁴ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016it.pdf>

risposta dopo la pandemia e lo shock che essa ha prodotto, soprattutto perché inaspettata, ha dimostrato la valenza delle misure adottate, se consideriamo che già nel dicembre 2021 si evidenziava una netta ripresa economica. Quanto accaduto dopo il 2008, soprattutto le risposte intraprese, ha permesso comunque di rafforzare il sistema di base, consideriamo le banche, che hanno usufruito di ampie riforme della regolamentazione intraprese nell'ultimo decennio, che dinnanzi ad una nuova situazione di crisi, le pongono in circostanze migliori rispetto al passato. I programmi intrapresi hanno evitato il pericolo prospettato nel 2014 di una possibile spirale deflazionistica, essere incerti sulla possibilità di effetti indesiderati quando si attuano nuove politiche non è sbagliato, ma alla luce di quanto evidenziato e prendendo ad esempio anche economie dove le stesse misure sono applicate da più tempo, le misure non convenzionali possono definirsi rassicuranti.

La Banca Centrale Europea in questo momento ha sicuramente dinnanzi un compito arduo, in considerazione di un nuovo aumento dei prezzi, dell'inflazione che tocca picchi che non si registrano da anni. Occorre a tal proposito sottolineare che il controllo dell'inflazione per la BCE è un compito dettato dal proprio statuto, ma diviene arduo perché l'inflazione in Europa è dovuta agli shock d'offerta¹³⁵ e su questo la BCE non ha strumenti per ridurla.

Le misure adottate durante la crisi finanziaria del 2008, sembrano un aiuto valevole per affrontare questa nuova situazione: durante la pandemia le risposte da parte dell'autorità monetarie hanno proseguito lungo la linea dei programmi di rifinanziamento a lungo termine con dati positivi. Le misure non convenzionali sono oggi quelle che possono determinare un nuovo equilibrio e pur vero che per molte di loro non si conoscono gli effetti a lungo termine, come del quantitative easing, se al momento essa è apparsa la migliore delle soluzioni, in futuro la quantità di denaro immessa nel mercato potrebbe essere il maggiore ostacolo per controllare l'inflazione, un dato ad oggi in netto rialzo. In ogni caso appare impossibile tornare indietro, queste misure hanno permesso di risollevare la situazione in un momento critico e alquanto inaspettato, la governance perseguita permane quella di una risposta eccezionale dinnanzi all'imprevedibile, che, come abbiamo vissuto negli ultimi due anni, è ormai diventato sempre più frequente. I programmi di rifinanziamento hanno fatto il loro percorso, hanno dato risultati positivi, tanto da essere sospesi più volte, già nel novembre 2021, la situazione di crisi sembrava scongiurata e le

¹³⁵ Lo shock dell'offerta è qualsiasi influenza sull'offerta aggregata, generata da determinate variabili, come: un disastro naturale, un aumento dei prezzi degli input, la produttività o determinati progressi tecnologici.

misure intraprese avevano dato riscontro, dando la possibilità alla BCE di pensare di aver trovato degli strumenti atti ad evitare una nuova crisi. Essi trovano valenza nei nuovi cardini della strategia del 2021.

Conclusioni

Al termine di questo lavoro, dove ci eravamo posti l'obiettivo di analizzare le politiche monetarie non convenzionali della BCE, valutandone gli effetti nel periodo tra il 2008 e il 2016 per capire l'efficacia della risposta alla crisi del 2008. Siamo giunti a poter dare una conclusione a questo nostro quesito attraverso quanto riportato nei singoli capitoli, ma in particolar modo con i valori numerici espressi nel capitolo finale, relativi agli effetti delle misure non convenzionali adottate, come i valori dello IAPC, il tasso d'inflazione, gli effetti sui consumi e domanda aggregata.

Attraverso i primi due capitoli abbiamo potuto seguire l'evoluzione della politica monetaria adottata dalla BCE, in particolare la decisione di adottare nuovi strumenti nel perseguire il suo obiettivo della stabilità dei prezzi. In particolare, nel secondo capitolo abbiamo analizzato il momento della crisi in Europa, quando essa diviene crisi del debito sovrano e la BCE si trova dinnanzi alla decisione di intraprendere un nuovo percorso, quando si determina una crisi di sfiducia tra le stesse banche, al punto che i meccanismi di trasmissione della politica monetaria furono ostacolati, questo determinò l'abbandono degli strumenti usati fin in quel momento e l'adozione di quelli non convenzionali.

Nell'ultimo capitolo, abbiamo potuto comprendere l'andamento dell'inflazione, il quale tasso prima della crisi oscillava tra il 2 e il 4 per cento, mentre dal 2009, dopo un picco negativo, risale per superare la soglia target del 2%, per ridiscendere nel 2015 e solo dopo l'introduzione dell'EAPP aumenta nuovamente avvicinandosi al target stabilito e alla fine del 2016 il tasso d'inflazione si pone all'1.1%. Un trend ascendente si nota ogni volta che la BCE ha introdotto una delle politiche dell'*enhanced credit support*, nell'area dell'Eurozona.

Dall'analisi svolta è emerso che le misure di politica monetaria poste in atto dalla BCE sono state artefici dello stimolo della domanda, di aver promosso gli investimenti e di aver portato il valore aggiunto lordo complessivo dell'industria al punto massimo pre-crisi.

Occorre ricordare alla luce di quanto affermato che in questo lavoro abbiamo trattato solo le azioni di politica monetaria e volutamente non sono state analizzati gli effetti delle politiche fiscali, che i governi dei singoli paesi europei hanno adottato e che hanno contribuito a contrastare la crisi.

L'analisi degli effetti della politica monetaria attuata dalla Banca Centrale Europea dopo il 2008, porta a dire, quindi, che tali misure, soprattutto a partire dal 2014, hanno contribuito in misura significativa a contrastare le spinte disinflazionistiche, a dissipare i timori di deflazione e a evitare una più pronunciata tendenza al ribasso delle aspettative di inflazione. E' stata condotta un'approfondita descrizione dell'insieme degli strumenti monetari non convenzionali della BCE, nel riesaminare la strategia della stessa. Questa analisi ha portato alla conclusione che ogni strumento adottato, come i tassi di interesse negativi, le indicazioni prospettiche, gli acquisti di attività e le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, ha determinato l'accrescere del prodotto, dell'occupazione e dell'inflazione, e che i diversi strumenti si sono vicendevolmente rafforzati¹³⁶. Ci siamo soffermati in particolare sull'uso dello strumento del *quantitative easing*, misura adottata dal 2015, per incanalare liquidità in particolare verso il settore bancario per permettere a quest'ultimo di elargire prestiti a condizioni più vantaggiose. L'effettiva efficacia del *quantitative easing* nell'agevolare l'erogazione del credito, per favorire investimenti e successiva crescita delle imprese, l'abbiamo potuta individuare tramite i dati che denotano come il QE abbia contribuito ad incrementare il valore aggiunto prodotto e nella sua capacità di stimolare la ripresa economica. Questa politica accomodante ha fornito liquidità al sistema economico e ha contribuito a fare uscire dalla situazione di recessione che ha caratterizzato l'Europa post crisi.

Possiamo a questo punto, comprendere l'importanza che rivestono le politiche monetarie condotte dalla BCE sull'andamento dell'economia reale, e come quest'ultima sia in grado di rispondere a forti shock economici per sostenere il tessuto produttivo e l'economia. La risposta che le misure non convenzionali hanno dato alla luce del post crisi 2008 è oggi sicuramente una base di partenza per la politica monetaria europea innanzi a una nuova fase di shock. Le misure adottate in passato hanno dimostrato la loro efficacia, prima della pandemia la ripresa dei mercati mostrava in pieno i risultati e le previsioni erano quelle di una ripresa netta per l'intera sfera economica. Una politica espansionistica come quella del *quantitative easing* trova il proprio successo poi nella risposta del settore bancario che in Europa assume una posizione fondamentale nel meccanismo di trasmissione monetaria, data la relativa minore importanza dei mercati dei capitali per il finanziamento delle imprese.

¹³⁶<https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html>

La BCE, considerate pandemia e conflitto in Ucraina, dall'analisi posta nel redimere la nuova strategia afferma quali siano oggi le sue priorità tramite le parole di Fabio Panetta, Membro del Comitato esecutivo della BCE, pronunciate il 28 febbraio 2022, “per capire la politica monetaria all'indomani della pandemia, adotteremo ogni misura necessaria, utilizzando tutti i nostri strumenti, al fine di risollevare la fiducia e stabilizzare i mercati finanziari. Nella situazione attuale ha quindi due compiti principali, salvaguardare il funzionamento del settore finanziario e sostenere la fiducia degli operatori, al fine di contenere l'impatto dello shock sull'economia reale e di preservare le condizioni per una regolare attuazione della politica monetaria; accompagnare la ripresa in maniera equilibrata, adottando interventi prudenti, gradualmente a mano a mano che diverranno più chiare le conseguenze dell'attuale crisi”¹³⁷.

In un mondo in rapida evoluzione, la strategia di politica monetaria della BCE dovrà verosimilmente essere rivista e adeguata con maggiore regolarità. In tale contesto, il Consiglio direttivo intende valutare con cadenza regolare l'adeguatezza della propria strategia di politica monetaria. La prossima valutazione è prevista per il 2025¹³⁸.

Alla luce di quest'ultima considerazione, che la strategia di politica monetaria va valutata con cadenza regolare, quindi letta in relazione ai mutamenti perentori in seno all'economia e la politica, possiamo dire che oggi la BCE, di fronte ad una nuova sfida può intervenire con misure estreme, come già fatto, perché l'intervento estremo è stato utile a preservare il corretto funzionamento del meccanismo della trasmissione della politica monetaria e la fornitura di credito al settore privato, e per evitare la materializzazione di rischi deflazionistici. Inoltre bisogna dire che la decisione da parte della BCE nella persona del Consiglio direttivo di valutare con cadenza regolare la propria strategia significa che la BCE ha imparato dalla crisi del 2008 che occorre seguire un approccio flessibile che risponda in modo adeguato alle condizioni che si vengono a creare nell'economia.

¹³⁷ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp220228~2ce9f09429.it.html>

¹³⁸ <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html#ciclo>

BIBLIOGRAFIA

- Aresti A. P. *Rivista Internazionale di Scienze Sociali* Anno 107, No. 4, in Vita e Pensiero – Pubblicazioni dell'Università Cattolica del Sacro Cuore, (Ottobre-Dicembre 1999)
- Blanchard, O., Amighini, A., Giavazzi, F., *Macroeconomia, una prospettiva europea*, Milano, il Mulino, 2014
- Bernanke B., The Crisis and the Policy Response, lezione tenuta presso la London School of Economics, 13 Gennaio 2009
- Bufacchi I., *Il credit easing che piace ai mercati*, Il Sole 24 ore, 10 Giugno 2014
- Cainelli G e Matteucci S., *L'Italia nella bufera*, Il Mulino 2019
- Carlucci F., *La grande crisi e i suoi effetti in Europa*, Rivista di Studi Politici Internazionali <https://www.jstor.org/stable/42741075> Vol. 78, No. 4 (312) (OTTOBRE-DICEMBRE 2011)
- Carlucci F., *L'Europa Monetaria*, in Rivista di Studi Politici Internazionali , GENNAIO-MARZO 2013, Nuova Serie, Vol. 80, No. 1 (317) (GENNAIO-MARZO 2013).
- Casavecchi S. *BCE: Tassi, QE, Abs. Tutte le misure applicabili oggi da Mario Draghi*, Forexinfo 5 Giugno 2014
- Cecioni M., Ferrero G., Secchi A., *Unconventional monetary policy in theory and in practice*, Bank of Italy Occasional Paper no. 102, 2011, Bank of Italy, Rome.
- Cesaretto S., *L'organetto di Draghi. Seconda lezione: la Bce, la crisi e il raddoppio del bilancio (2008-2011)*, https://www.economiaepolitica.it/_pdfs/pdf-6154.pdf
- Cour-Thimann Philippine, Bernhard Winkler, *The ECB's Non-standard Monetary Policy Measures: the Role of Institutional Factors and Financial Structure*, European Central Bank, Working Paper Series, No. 1528, April 2013.
- Damato, Romeo, *Economia e storia del pensiero economico*, Tramontana, Milano, 1990.
- Joyce M., Miles D., Scott A. and Vayanos D., *Quantitative Easing And Unconventional Monetary Policy – An Introduction*, The Economic Journal, 122 (November), F271–F288. Doi: 10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x.2012The Author(s). TheEconomicJournal2012Royal Economic Society. Published by Blackwell

Publishing, 9600 Garsington Road, Oxford OX4 2DQ, UK and 350 Main Street, Malden, MA 02148, USA. <https://www.jstor.org/stable/23324224?seq=1>

- Hanspeter K. Scheller, *L A Banca Centrale Europea - Storia, Ruolo E Funzioni*, Seconda Edizione 2006
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006it.pdf>
- Palley T. I., *Quantitative easing: a Keynesian critique*, *Investigación Económica*
- Vol. 70, No. 277 (julio-septiembre de 2011), pp. 69-86 (18 pages) Published by: Facultad de Economía, Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM)
<https://www.jstor.org/stable/42779200?read-now=1&refreqid=excelsior%3Af8948c1991cf3ddc3003bf895100d31a&seq=7>
- Tatò F., *Essere competitivi, le esperienze di due professionisti*, Baldini e Castoldi, Milano 1995.

DOCUMENTI

- Banca Centrale Europea o ECB
2015 *The ECB's recent monetary policy measures: Effectiveness and challenges*.
Lettura di Mario Draghi all'IMF, Washington, 14 maggio
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> consultato il 24/06/2022
- Banca Centrale Europea,
2015 *The ECB's recent monetary policy measures: Effectiveness and challenges*.
Lettura di Mario Draghi all'IMF, Washington. 14 maggio
<https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html> consultato il 24/06/2022
- BBC NEWS
2013 *What is Quantitative Easing?*, BBC news, 7 Marzo
<https://www.bbc.co.uk/news/mobile/business-15198789> consultato il 24/05/2022
- La Risposta della BCE alla crisi finanziaria BCE
2010 Bollettino mensile Ottobre
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806it.pdf>
consultato il 24/05/2022
- Banca Centrale Europea
2008 Bollettino Mensile 10° anniversario della BCE giugno

<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806it.pdf>
consultato il 15/05/2022

- Banca Centrale Europea
2004 La politica monetaria della BCE giugno
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004it.pdf> consultato il 15/05/2022
- Banca Centrale Europea
1998 La politica monetaria unica nella terza fase settembre
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc98it.pdf> consultato 03/06/2022
- Banca Centrale Europea
Rapporto Annuale 2016
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2016it.pdf> consultato il 13/06/2022
- Cesaratto S., Il mestiere di Draghi, 2021
<https://docenti-deps.unisi.it/sergiocesaratto/wp-content/uploads/sites/26/2021/04/Moneta-capitolo-3-draft.pdf> consultato 29/05/2022
- Stella G.,
2021 La politica monetaria e il ruolo della BCE 11 novembre
https://www.lumsa.it/sites/default/files/UTENTI/u1499/Lezione_17_Politica_Monetaria.pdf consultato il 19/04/2022
- Banca D'Italia Eurostistema
Cecioni M., Ferrero G. and Secchi A.
2011 Questioni di economia e finanza Unconventional monetary policy in theory and in practice settembre
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2011-0102/QEF_102.pdf consultato il 23/03/2022
- Bank for International Settlements Communications
Borio C. and Disyatat P.
2009 BIS Working Papers No 292 Unconventional monetary policies: an appraisal november
<https://www.bis.org/publ/work292.pdf> consultato il 23/03/2022

- Dispensa di Politica Monetaria Gli Strumenti di Politica Economica Non Convenzionali
<https://www.uniba.it/docenti/coniglio-nicola-daniele/attivita-didattica/DispensadiPoliticaMonetaria.pdf> consultato il 23/02/2022

Sitografia

- <https://www.adviseonly.com/glossary/trappola-della-liquidita#:~:text=La%20trappola%20della%20liquidit%C3%A0%20%C3%A8,preferiscono%20detenere%20moneta%20anzich%C3%A9%20titoli> consultato il 15/03/2022
- https://www.ansa.it/sito/notizie/topnews/2022/06/16/eurogruppo-da-agosto-grecia-fuori-da-sorveglianza-speciale_75fea2e6-3c11-4a4f-b761-8afac3a59ed8.html consultato il 24/06/2022
- <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmongaranzie/strumenticonvenzionali/index.htm?dotcache=refresh> consultato il 23/02/2022
- <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-polmon/sintesi/index.html> consultato il 24/06/2022
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/le-longer-term-refinancing-operation193.htm> consultato il 23/02/2022
- <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/operazioni-mercato-aperto.htm> consultato il 24/02/2022
- <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011> consultato il 24/01/2022
- <https://docenti.unimc.it/giorgio.galeazzi/teaching/2016/15856/files/bce-e-crisi-finanziaria/risposta-bce-alla-crisi-finanziaria> consultato il 22/02/2022
- https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/show-me/html/app_infographic.it.html consultato 19/04/2022
- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp131009.it.html> consultato il 12/05/2022
- <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.it.html> consultato il 20/06/2022

- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html> consultato il 21/06/2022
- https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121115_1.it.html consultato il 24/06/2022
- <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130506.it.html> consultato il 24/06/2022
- <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2022/html/ecb.blog220210~1590dd90d6.it.html> consultato il 30/06/2022
- <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.it.html> consultato il 13/02/2022
- <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708~dc78cc4b0d.it.html> consultato il 25/06/2022
- https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff~44f998dfd7.it.html consultato il 25/06/2022
- [https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies/profiles/ecb_it#:~:text=La%20Banca%20centrale%20europea%20\(BCE,la%20crescita%20e%20l%27occupazione.](https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/institutions-and-bodies/institutions-and-bodies/profiles/ecb_it#:~:text=La%20Banca%20centrale%20europea%20(BCE,la%20crescita%20e%20l%27occupazione.) consultato il 12/05/2022
- https://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Mondo/Altri_paesi_Europa/notizia/Bce_il_prossimo_passo_potrebbe_essere_il_credit_easing-372825 consultato il 07/04/2022
- <https://www.ilsole24ore.com/art/la-bce-tassi-negativi-e-tassi-duali-sussidi-le-banche-ma-poco-credito-piu-l-economia-AD33FpGB> consultato il 14/05/2022
- <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-02-22/italiani-meta-bond-acquistati-063710.shtml?uuid=AbN6k3WH>
- consultato il 24/06/2022
- <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/Financial-Market-Turbulence-Causes-Consequences-and-Policies> consultato il 30/06/2022
- <https://www.lastampa.it/blogs/2008/03/15/news/la-bear-stearns-sull-orlo-del-collasso-1.37196933/> consultato 02/03/2022
- https://www.lumsa.it/sites/default/files/UTENTI/u1499/Lezione_17_Politica_Monetaria.pdf consultato il 19/04/2022

- https://www.okpedia.it/mercato_secondario#:~:text=Il%20mercato%20secondario%20è%20un,degli%20strumenti%20finanziari%20già%20emessi. Consultato il 22/05/2022
- https://www.osservatorioagromafie.it/wp-content/uploads/sites/40/2022/02/2022.02.03_Focus-ECONOMIA-GLOBALE.pdf?_waf=1 consultato il 24/06/2022
- <https://www.politicheeuropee.gov.it> consultato il 15/02/2022
- <https://www.repubblica.it/2008/12/sezioni/economia/crisi-9/disoccupazione-europa-cresce/disoccupazione-europa-cresce.html> consultato il 18/06/2022
- <https://www.solofinanza.it/25022014/mercato-azionario-che-cosa-significa-deleveraging/9751> consultato il 10/06/2022
- [https://startingfinance.com/approfondimenti/credito-facile-fannie-mae-freddie-mec/#:~:text=Fannie%20Mae%20\(Federal%20National%20Mortgage,che%20si%20occupano%20di%20mutui](https://startingfinance.com/approfondimenti/credito-facile-fannie-mae-freddie-mec/#:~:text=Fannie%20Mae%20(Federal%20National%20Mortgage,che%20si%20occupano%20di%20mutui).consultato 23/05/2022
- https://www.treccani.it/enciclopedia/modello-is-lm_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=Il%20modello%20ISLM%20può,e%20per%20quello%20della%20moneta. consultato il 03/06/2022
- https://www.treccani.it/enciclopedia/strozzatura_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=Situazione%2C%20condizione%2C%20comportamento%20o%20altro,svolgimento%20di%20un%27attività%20produttiva. consultato il 30/06/2022
- https://www.treccani.it/enciclopedia/rigidita_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/ consultato il 30/06/2022