



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**GLI INTERVENTI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE: UN CONFRONTO  
TRA LA CRISI PANDEMICA COVID-19 E LA CRISI DEL 2008**

**ECB MONETARY POLICY INTERVENTIONS: A COMPARISON BETWEEN THE  
COVID-19 PANDEMIC CRISIS AND THE 2008 CRISIS**

Relatore:

Prof. Michela Rancan

Rapporto Finale di:

Simona Alina Ciubotaru

Anno Accademico 2020/2021



**“Quando si riflette sul problema dell’origine delle specie, considerando i mutui rapporti d’affinità degli esseri organizzati, le loro relazioni embrionali, la loro distribuzione geografica, la successione geologica e altri fatti analoghi, si può concludere che ogni specie non è stata creata indipendentemente dalle altre, bensì discende, come le varietà, da altre specie.”**

**(Charles Robert Darwin)**

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
<b>CAPITOLO 1</b> <b>BCE – PRESENTAZIONE E ASPETTI GENERALI</b> .....	7
1.1 Profili generali della BCE.....	7
1.2 Strumenti principali della politica monetaria convenzionale della BCE.....	9
<b>CAPITOLO 2</b> <b>LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008 E GLI INTERVENTI DI</b> <b>POLITICA MONETARIA</b> .....	14
2.1 Crisi mutui subprime.....	14
2.2 Diffusione della crisi.....	18
2.2.1 Credit Default Swap.....	20
2.3 La crisi del debito sovrano in Europa.....	23
2.4 Misure non convenzionali adottate dalla BCE per far fronte alla crisi dei mutui subprime.....	27
<b>CAPITOLO 3</b> <b>COVID-19 - INTERVENTI ATTUATI DALLA BCE</b> .....	43
3.1 Crisi Covid-19 E Misure Straordinarie In Risposta Adottate Dalla Bce.....	43
<b>CONCLUSIONI</b> .....	66
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	70
<b>SITOGRAFIA</b> .....	71

## **INTRODUZIONE**

Questa tesi è volta ad evidenziare gli interventi messi in atto dalla Banca Centrale Europea (BCE) in seguito alla Grande Recessione del 2008 ed in seguito alla recente crisi Covid-19 che hanno afflitto e che tutt'ora affligge l'Europa anche da un punto di vista economico. L'analisi sarà maggiormente incentrata sulle manovre di politica monetaria ordinaria e straordinaria attuate dalla BCE nell'ultimo decennio. La tesi si articola in tre capitoli. Nel primo, viene introdotta la BCE ed esposte le modalità generali di intervento (obiettivi e *modus operandi*); nel secondo, vengono descritte le motivazioni che fecero scatenare la crisi del 2008, la sua diffusione ed i vari strumenti messi in atto; nel terzo capitolo si analizza la situazione dell'eurozona e gli interventi straordinari adottati dalla BCE a seguito del Covid-19. Nell'ultimo capitolo cioè, nella Conclusione, si rapportano le due crisi precedentemente argomentate e vengono tratte le dovute conclusioni.



## Capitolo 1

### BCE – PRESENTAZIONE E ASPETTI GENERALI

#### 1.1 Profili Generali Della Bce

La Banca centrale europea (BCE) non fu prevista nel progetto originario della Comunità Europea, ma fin dai primi momenti del processo di unificazione monetaria dei Paesi dell'Unione Europea si evidenziò la necessità di un organismo di controllo della nuova moneta.

Nel 1992 con il trattato di Maastricht fu stabilita la struttura e la composizione della Banca Centrale Europea. Organismo indipendente e sovranazionale in grado di assicurare la stabilità dei prezzi nei Paesi della zona Euro, zona monetaria che detiene più di un quinto dei beni e dei servizi dell'intero globo.

“Il Trattato sul funzionamento dell'Unione europea e il Trattato sull'Unione europea stabiliscono una chiara gerarchia di obiettivi per l'Eurosistema, rimarcando come la stabilità dei prezzi sia il contributo più importante che la politica monetaria può dare al conseguimento di un contesto economico favorevole e di un elevato livello di occupazione.”<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.it.html>

L'art. 127 del "Trattato sul funzionamento dell'Unione europea" assegna esplicitamente alla Banca Centrale Europea (BCE) il compito primario di gestire il sistema monetario comunitario guardando, soprattutto alla stabilità dei prezzi. Da intendersi in questo caso, come la gestione nell'area dell'euro dell'inflazione grazie al mantenimento della variazione dell'Indice Armonizzato dei Prezzi a Consumo (IAPC), calcolato dall'Eurostat su un paniere di consumo medio di 700 beni e servizi, a livelli inferiori ma prossimi al 2% su un orizzonte di medio periodo. Subordinatamente a questa condizione necessaria, la BCE può implementare misure per contribuire a sostenere le politiche di sviluppo comuni a tutti i Paesi interessati.

I motivi per cui la stabilità dei prezzi è ritenuta obiettivo fondamentale della politica monetaria dell'eurozona sono comunemente riconosciuti: grazie ad essa, infatti, è possibile conseguire una migliore allocazione delle risorse sul mercato, dato che le scelte di acquisto di beni e servizi degli individui non sono influenzate dall'effetto distorsivo dell'inflazione, ma sono suggerite dal confronto delle variazioni dei prezzi relativi. Aspettative stabili dei livelli d'inflazione influiscono anche sull'allocazione delle risorse nel mercato dei capitali, dove pressioni inflazionistiche e deflazionistiche provocano incertezza sul livello futuro dei prezzi e aumentano il premio per il rischio richiesto sui tassi nominali a lungo termine,



minando in questo modo l'efficienza allocativa in tali mercati. Tassi di interesse elevati hanno anche

effetto sulla domanda di moneta, più il tasso di interesse cresce, più gli individui sono attirati dagli investimenti e meno motivati a detenere moneta in forma liquida, infatti conseguentemente all'aumento del costo opportunità della detenzione di denaro "liquido" rispetto ad investimenti alternativi, la richiesta si ridurrà.

In base all'articolo 127, paragrafo 2, del TFUE, i compiti fondamentali da assolvere tramite l'Eurosistema sono i seguenti:

- definire e attuare la politica monetaria dell'Unione;
- svolgere le operazioni sui cambi secondo le disposizioni dell'articolo 219 TFUE;
- detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri;
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

## **1.2 Strumenti Principali Della Politica Monetaria Convenzionale Della Bce**

La Banca Centrale influenza la quantità di moneta tramite tre strumenti per raggiungere il suo obiettivo principale di stabilità dei prezzi: le operazioni di mercato aperto (OMA), le operazioni su iniziativa delle controparti (Standing facilities) e il regime di riserva obbligatoria (ROB) imposta agli enti creditizi.

Le operazioni di mercato aperto sono il più importante gruppo di operazioni di politica monetaria. Le Banche Centrali Nazionali (BCN) su iniziativa della BCE effettuano transazioni con lo scopo di regolare la quantità di moneta in circolazione. L'attività di acquisto o la vendita di titoli di Stato assume un ruolo importante nella guida dei tassi di interesse assolvendo quindi, al proprio compito istituzionale di manovrare la liquidità sul mercato finanziario e di regolamentare la quantità di moneta in circolazione.

A seconda della finalità perseguita le OMA possono essere suddivise nelle seguenti categorie:

a) Operazioni di rifinanziamento principale (ORP), le quali hanno di norma durata di una settimana e frequenza settimanale, avvengono attraverso la procedura di aste standard e sono eseguite in conformità con il calendario indicativo dell'Eurosistema. Sarà riservato alla BCE il compito di fissare il tasso minimo (tasso ufficiale di riferimento per la politica monetaria deciso su base mensile dal Consiglio Direttivo).

b) Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT), che invece hanno cadenza mensile e durata di tre mesi, le aste possono essere effettuate a cadenze non regolari e non sono riportate nel calendario indicativo delle operazioni d'aste dell'Eurosistema. La BCE stabilirà la quantità offerta in asta, senza fissare il

tasso di riferimento, e le banche si aggiudicano la liquidità ai tassi variabili da loro indicati. L'obiettivo è di rifinanziare il sistema a lungo termine senza influenzare l'assetto dei tassi d'interesse.

c) Operazioni di regolamento puntuale o fine-tuning, sono operazioni eseguite all'occorrenza, in quanto il loro utilizzo serve a regolare la liquidità sul mercato e controllare l'evoluzione dei tassi di interesse; sono prevalentemente eseguite come operazioni temporanee mediante procedure di asta veloce, ma possono anche assumere la forma di operazioni di swap in valuta a fini di politica monetaria o di raccolta di depositi a tempo determinato per assorbire la liquidità;

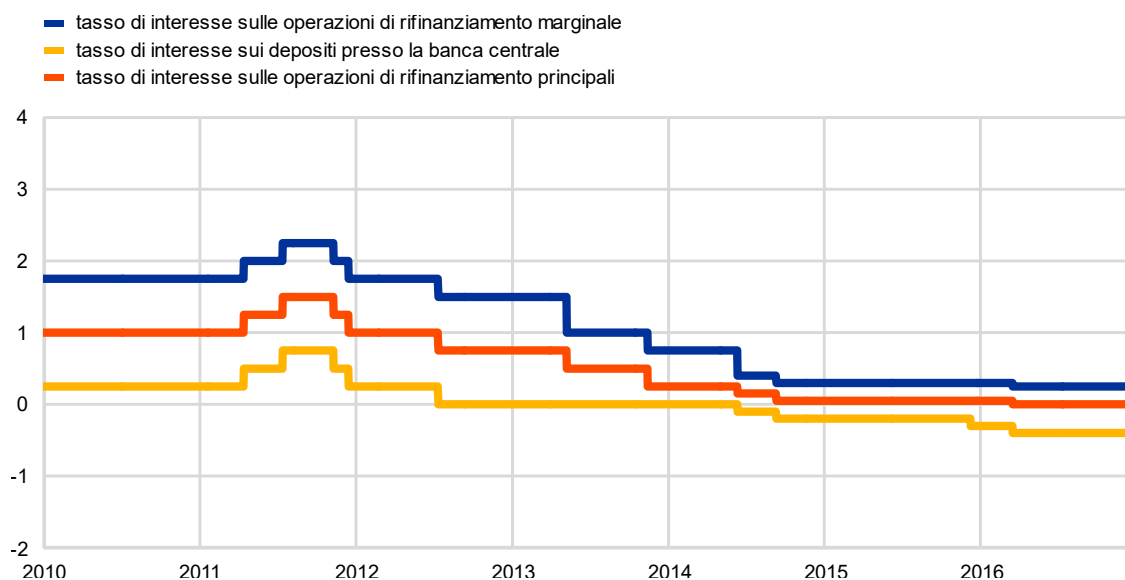
d) Operazioni di tipo strutturali, non sono programmate e non hanno un calendario prestabilito. Ideate per correggere la posizione strutturale di liquidità dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario, le operazioni di tipo strutturale sotto forma di operazioni temporanee e di emissione di certificati di debito sono effettuate dalle BCN attraverso aste standard, mentre quelle di carattere definitivo, avvengono per mezzo di procedure bilaterali o asta veloce.

Le *standing facilities*, secondo strumento mediante il quale si persegue l'obiettivo di politica monetaria, sono operazioni attivabili su iniziativa delle controparti finalizzate a immettere o drenare la liquidità di brevissimo termine dal mercato overnight;

possono essere richieste dalle controparti che soddisfano determinate condizioni per l'accesso. Attraverso questo strumento, che può essere di due tipi, la BCE crea il cosiddetto "corridoio dei tassi ufficiali *overnight*", infatti le *marginal lending facilities* sono utilizzate dalle controparti per rimediare a temporanee carenze di liquidità a dei tassi prestabiliti dalla BCE normalmente più alto di quello di mercato per scoraggiare l'abuso da parte degli intermediari di questo strumento; mentre le *deposit facilities* hanno la funzione contraria e permettono alle banche di mantenere depositi overnight remunerati dalla BCE a un tasso inferiore a quello di mercato, in entrambe le tipologie saranno offerti senza limiti quantitativi.

In situazioni normali nessun intermediario ammesso alle operazioni avrebbe particolare interesse ad approvvigionarsi di liquidità a tassi più alti o mantenere depositi a tassi più bassi in quanto i tassi predeterminati sono più sfavorevoli rispetto a quelli forniti sul mercato. In tal modo il tasso di mercato deve necessariamente oscillare all'interno del "corridoio dei tassi d'interesse" tra il tasso di rifinanziamento marginale ed il tasso sui depositi, amministrati in tutto e per tutto dalla BCE, nel suo comunicato mensile (si veda la Figura 1).

Figura 1



Corridoio dei tassi d'interesse

Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.it.html>

La riserva obbligatoria, utilizzata come strumento di politica monetaria dall'unione Europea a partire dal 1999, rappresenta uno strumento di controllo amministrativo dell'attività bancaria. Essa svolge la duplice funzione di garanzia a tutela dei depositanti e di controllo del processo di creazione di moneta da parte della BCE. L'Eurosistema impone agli istituti di credito di accantonare una percentuale delle proprie passività sotto forma di depositi presso la BCE; l'osservanza degli obblighi di riserva non viene valutata quotidianamente ma, avverrà sulla base delle medie dei saldi di fine giornata dei conti di riserva detenuti dall'ente nel periodo di

mantenimento che si aggira intorno a sei o sette settimane. La remunerazione della riserva obbligatoria è legata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Attraverso questo meccanismo la BCE è capace di stabilizzare il tasso *overnight* senza effettuare interventi diretti, in quanto i cambiamenti di domanda e offerta che creano le banche durante il periodo di mantenimento, assicura la stabilizzazione del tasso.

Vista l'importanza di questo strumento di stabilità del comparto bancario, la non ottemperanza dell'obbligo da parte di una banca o di qualunque ente creditizio può portare a delle sanzioni.

## **Capitolo 2**

### **LA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008 E GLI INTERVENTI DI POLITICA MONETARIA**

#### **2.1 Crisi Mutui Subprime**

Il mondo intero, nel settembre del 2008, si trovò di fronte al tracollo finanziario. Il terrore andava diffondendosi a macchia d'olio e negli Stati Uniti partì il temuto bank run. La corsa agli sportelli però, non fu l'inizio dei problemi. Questa sezione spiega come si è arrivati alla crisi finanziaria del 2007-2008. Le bolle sono un

fenomeno noto agli economisti e consistono in periodi di euforia ingiustificata che porta gli operatori del sistema finanziario ad investire su un bene, su un mercato o su un titolo, con l'assoluta certezza di guadagno sconfinato.

A seguito della crisi dovuta alla bolla speculativa delle “*dot com*” del 2000, le condizioni economiche a livello macro apparivano molto favorevoli. In tutto il mondo si stava attraversando un momento di forte espansione. L'innovazione progrediva rapidamente nei mercati finanziari, e diventarono sempre più comuni nel mercato del credito le cosiddette “cartolarizzazioni”: processi mediante i quali le banche tramutano le attività finanziarie indivise in attività divise e vendibili. Nei primi anni del 2000 fu puntata una quantità spropositata di soldi sul mercato immobiliare Usa, le banche “riconfezionavano” i prestiti, mutui ipotecari, per poi rivenderli, liberando così capitali da destinare a nuovi prestiti. Questo processo rivoluzionario, presentava diversi difetti nella sua ideazione e sviluppo, in quanto non delineato da rigide forme di vigilanza e controllo del rischio, né da un tetto massimo per gli stessi mutui. Tale sistema era stato messo in campo per diluire il rischio di credito che, ormai, era troppo elevato dato che istituti facevano prestito anche ai nullatenenti e ai disoccupati.

Inoltre, in questo contesto in cui l'economia e il sistema finanziario mondiale stavano accumulando squilibri significativi su vari livelli. Si osservi la crescita eccessiva dei prezzi degli immobili e l'espansione dell'attività di cartolarizzazione incentivata dal fatto che questi prodotti venivano scambiati over the counter OTC,

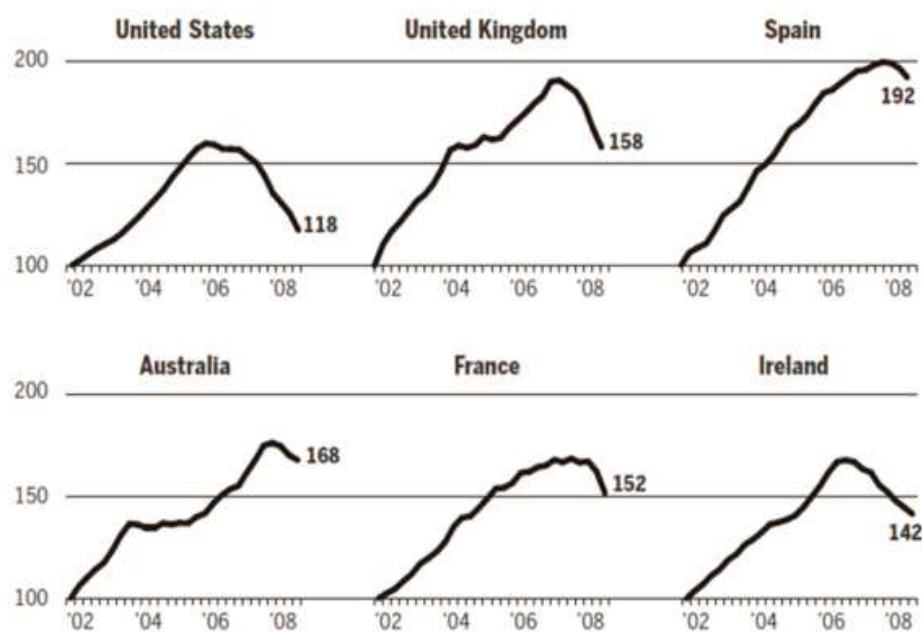
cioè fuori dei mercati regolamentati, aveva agevolato una crescita smisurata del credito (si veda la Figura 2).

Figura 2

### House Price Appreciation in Selected Countries, 2002-2008

*The United States was one of many countries to experience rapid house price growth*

2002 INDEX = 100



SOURCES: Standard and Poors, Nationwide, Banco de España, AusStats, FNAIM, Permanent TSB

La bolla dei mercati immobiliari in alcuni paesi selezionati

Fonte: <https://www.ilpost.it/2018/09/15/crisi-economica-italia/>

Un altro squilibrio importante risiedeva nel fatto che le agenzie di rating, come Standard & Poor's, il cui importante compito è di valutare il rischio dei titoli



derivati emessi dalle banche, tramite un giudizio, definivano sicuri i prodotti formati mutui subprime contribuendo così a delineare una realtà completamente diversa dal reale stato delle cose. Questi andamenti non erano sostenibili, il mercato era fuori controllo e sarebbe bastato un niente per far scoppiare la bolla.

Alla fine nel 2007, la scintilla scoppì nel mercato statunitense dei mutui ipotecari. L'aumento delle inadempienze e delle procedure esecutive immobiliari causate dalle rate sempre più onerose, aveva messo in luce le debolezze del mercato degli immobili residenziali e causato il brusco arresto del mercato dei mutui cosiddetti subprime. I mercati delle cartolarizzazioni si paralizzarono, le banche dovettero ritrasferire attività dalle società veicolo ai propri bilanci e iniziò a sgretolarsi la fiducia nei mercati finanziari.

Molti investitori iniziarono a rifugiarsi sui titoli di Stato dei paesi come il Giappone, la Cina e la Germania, le cui economie sembravano solide e nel mentre altri stati come la Spagna e l'Europa orientale insieme agli Stati Uniti, si indebitavano per finanziare consumi ed investimenti collegati alla costruzione di immobili commerciali e residenziali. Queste operazioni portarono ad un prosciugamento della liquidità sui mercati globali.

Le banche centrali risposero all'insorgere della crisi con iniezioni di liquidità nel sistema finanziario. Con il trasformarsi della crisi di liquidità in una crisi di solvibilità che minacciava la stabilità finanziaria, molti casi furono sottoposti a

vendita e fusione con un partner ritenuti più solidi perché le concessioni di liquidità dei piani di salvataggio tradizionali dei governi mirati a singole istituzioni non funzionarono per molti istituti insolventi.

## **2.2 Diffusione Della Crisi**

La crisi ebbe il suo culmine nell'autunno 2008, nonostante tutte le misure intraprese, quando il sistema finanziario si trovò ad un passo dalla catastrofe, alla mattina del 15 settembre con la notizia del fallimento di Lehman Brothers.

L'ondata di vendite si propagò attraverso il sistema finanziario mondiale, soprattutto per l'importanza di Lehman Brothers, grande banca internazionale di elevato standing. Le perdite su esposizioni nei confronti di Lehman Brothers furono iscritte nei bilanci delle banche di tutto il mondo; mentre l'avversione al rischio e la diffidenza tra gli operatori finanziari causavano il prosciugamento dei mercati di raccolta, la fiducia degli investitori veniva gravemente lesa dai timori circa l'inadeguatezza dei patrimoni delle grandi banche a fronteggiare la situazione.

La crisi, in rapido peggioramento, dilagò anche al di fuori delle istituzioni finanziarie. Le condizioni dei mercati interbancari e di altri mercati del finanziamento a breve termine si deteriorarono nettamente. I differenziali di rischio di credito raggiunsero nuovi massimi e le quotazioni azionarie registrarono un brusco calo. I mercati finanziari delle economie emergenti si trovarono sotto pressione poiché la fuga verso attività più sicure causò la fuoriuscita di capitali. I

governi di tutto il mondo furono costretti ad agire con prontezza per evitare il meltdown del sistema finanziario. Nel contesto dell'Unione Europea (UE), in seguito a un vertice di emergenza convocato a Parigi nell'ottobre 2008, i governi attuarono misure di sostegno coordinate per attenuare le pressioni sui sistemi bancari. Tali misure integravano le massicce iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE a partire dall'estate del 2007 e prevedevano garanzie sulle passività bancarie, fra cui una più ampia copertura degli schemi di assicurazione sui depositi. I governi inoltre ricapitalizzarono le istituzioni finanziarie, in alcuni casi acquisirono addirittura la quota di maggioranza oppure diluirono il valore della quota degli azionisti. Inoltre, protessero le istituzioni finanziarie dalle perdite sull'attivo, mediante operazioni di separazione patrimoniale (ring-fencing), garanzie statali, operazioni di swap e trasferimento delle cosiddette "attività tossiche" dai bilanci delle banche.<sup>2</sup>

Nel primo trimestre del 2009, l'economia mondiale, in un contesto di fragilità dovuto alla crisi finanziaria originatasi negli USA, raggiunse il punto di massima contrazione. In Europa la recessione causò effetti profondamente negativi con forti riduzioni del Pil ed emersero tensioni nel nell'incompletezza dell'Unione economica e monetaria.

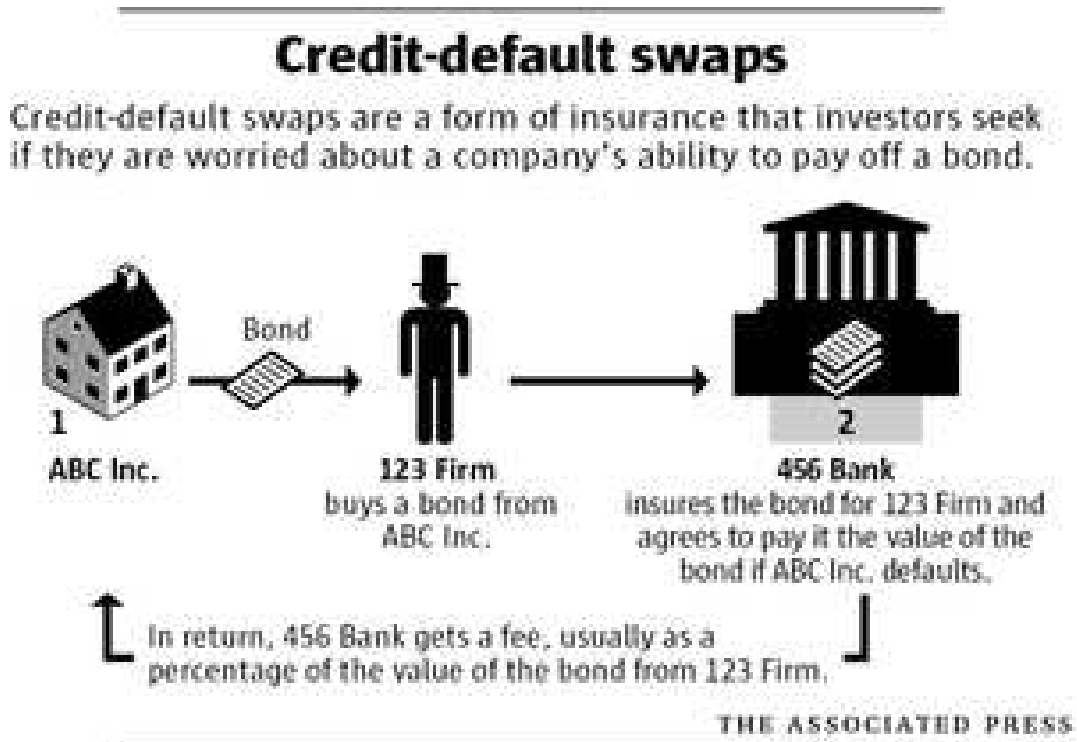
---

<sup>2</sup><https://www.orizzontipolitici.it/la-crisi-del-2008-le-cause-ma-soprattutto-gli-effetti/>

### **2.2.1 Credit Default Swap**

Fino al 2008 la maggior parte dei paesi dell'eurozona erano considerati economicamente stabili di fatto, termini come Spread e CDS non rientravano nel linguaggio comunemente usato essendo noti quasi esclusivamente ad addetti del settore. Da l'inizio della crisi internazionale divenne procedura standard richiedere un premio per acquistare titoli di nazioni economicamente meno dinamiche. I CDS possono essere collegati al debito di Stati ma anche all'andamento economico di grandi società private come banche oppure soggetti economici molto importanti (si veda la Figura 3).

Figura 3



The swaps

Fonte: <https://www.seattletimes.com/business/estimates-for-credit-swaps-as-high-as-62-trillion/>

Il grafico illustra il funzionamento dei Credit Default Swap (CDS), uno dei principali strumenti derivati della famiglia degli swap nati presso la nota banca d'investimento JP Morgan, con cui molti istituti furono salvati. Questo strumento si sostanzia in un contratto con il quale il detentore di un credito (protection buyer) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in punti base rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (protection seller) che,

di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto (credit event).

La logica dei CDS è esattamente quella di un contratto assicurativo; quindi, la somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo emittente (aziende o Stati). L'aspetto fondamentale di questo strumento consiste nel fatto che sia il protection buyer che il protection seller possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito. Un secondo aspetto che merita attenzione è il fatto che i CDS sono titoli derivati poco standardizzati, ovvero la loro negoziazione è soggetta alle specifiche necessità delle singole parti in questione. Essi sono negoziati su mercati non-regolamentati (over the counter) dove non vi è un'autorità pubblica di vigilanza dove operano pochi grandi investitori.

Dall'epoca della Grande depressione non si era mai visto un tale dispiego di forze pubbliche, questi interventi riuscirono ad evitare l'aggravarsi della crisi e contribuirono a ridurre il rischio di insolvenza delle banche quale percepito dal mercato, che si rifletteva ad esempio nell'andamento dei premi sui CDS (attività più rischiose necessitavano premi più elevati). Per qualche tempo, tuttavia, gli ampi differenziali dei mercati monetari interbancari e i premi elevati sui CDS delle

banche, nonché il basso livello dei corsi delle azioni bancarie, rispecchiarono il perdurante pessimismo degli investitori nei confronti del settore bancario.

### **2.3 La Crisi Del Debito Sovrano In Europa**

Al nascere della crisi del debito sovrano in Europa, la BCE era già impegnata a gestire gli effetti della crisi nata negli Stati Uniti. Il passaggio ad una nuova fase della crisi, caratterizzata da differenze notevoli nel sistema finanziario dell'eurozona ed una forte necessità di liquidità, avvenne a seguito del dissesto dei conti pubblici della Grecia, quando si scoprì che il governo mentì sistematicamente per soddisfare i parametri europei. Nel 2010 il debito greco difatti, riuscì a raggiungere il 153% del PIL e fu declassato a junk bond. L'epicentro della crisi del debito sovrano fu nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) e nel corso dell'anno seguente, tramite una reazione a catena del sistema finanziario europeo strettamente legato, si estese a Spagna e Italia.

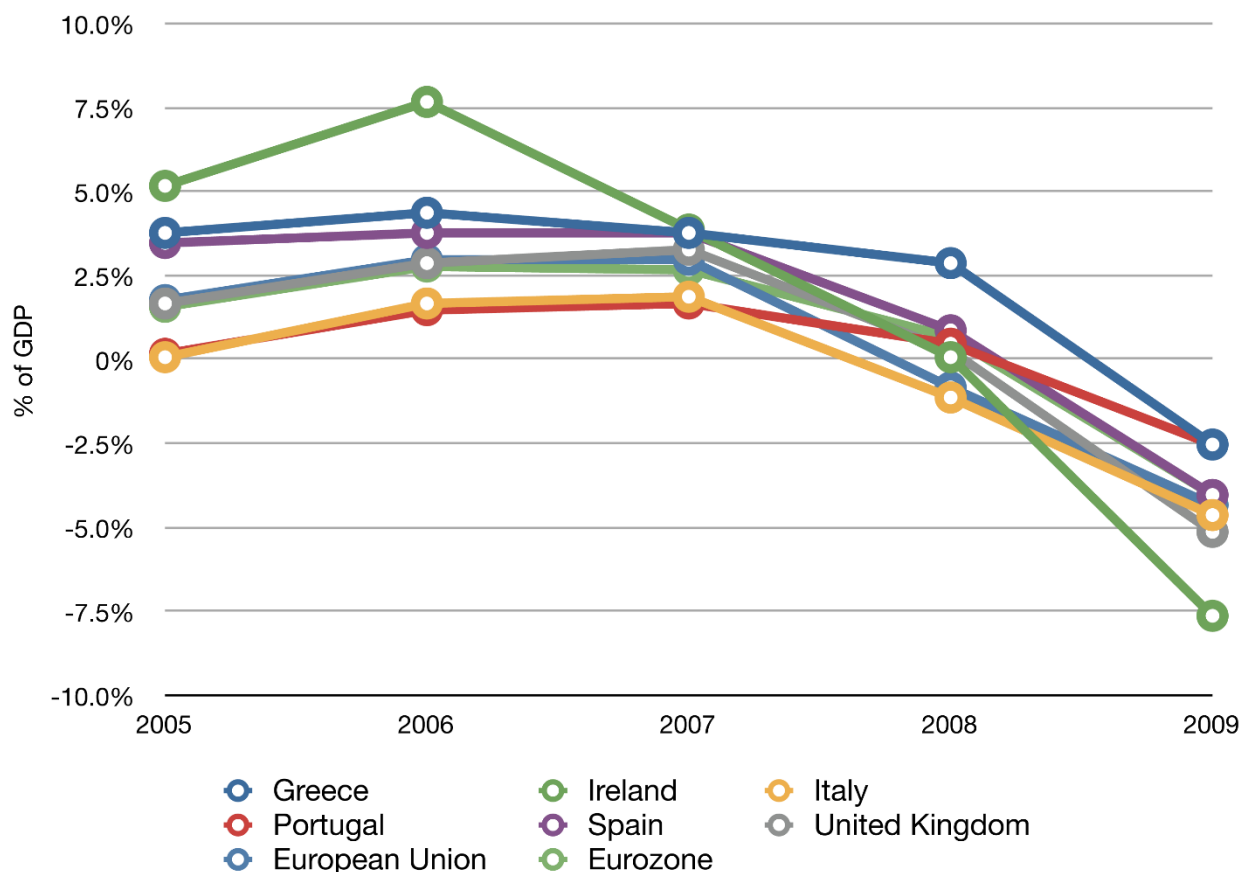
Nel 2010 la Grecia fece richiesta di aiuti internazionali, successivamente a novembre dello stesso anno e nell'aprile del 2011 seguirono Irlanda e Portogallo. Gli stati membri che aderivano ad una politica monetaria comune avevano accumulato grandi quantità di debito sovrano spendendo in modo esagerato grazie alle politiche fiscali separate. La Troika, cosiddetta istituzione formata da FMI, BCE ed UE consentì l'accesso ai fondi salva stati vincolandoli all'obbligo di rispettare alcune misure di austerità al fine di combattere gli alti deficit di bilancio.

A maggio del 2010 fu approvato un prestito di salvataggio a favore della Grecia di 110 miliardi di euro, divisi in varie tranches temporali.

In un secondo momento, nel mese di novembre, l'effetto domino colpì l'Irlanda che ottenne un prestito di 85 miliardi di euro. L'economia irlandese a causa dell'enorme ammontare di investimenti immobiliari finanziati negli anni precedenti, subì una flessione particolarmente pronunciata al diminuire dei prezzi delle case. Precedentemente allo scoppio della bolla immobiliare, la percentuale di occupazione nel settore era la più alta tra i paesi Ocse sfiorando il 15% nel periodo di massimo dell'edilizia. Inoltre, le banche incentivarono il sovradimensionamento della bolla tramite investimenti che corrispondevano ad asset pari al 320% del Pil Irlandese. Sicché nel 2009 il PIL Irlandese subì una contrazione di -7,5% la peggiore all'interno dell'eurozona (si veda la Figura 4).



Figura 4



Rapporto tra deficit e PIL 2005-2012, nazioni PIIGS a confronto

Fonte: <http://www.quebecoislibre.org/13/131215-6.html>

A maggio del 2011 il Governo portoghese seguì a ruota l'ondata dei prestiti ed ottenne 78 miliardi di euro. La gravità del quadro portoghese, dato da politiche precedenti lontane dagli obiettivi minimi, portò il Tesoro lusitano a rischio bancarotta. Conseguentemente, il calo di fiducia finì per incentivare la corsa dello

spread dei titoli di stato decennali sul Bund il che richiese una rivalutazione del rating da parte della S&P, da A+ ad A-. Seguendo le stesse misure severe già attuate con la Grecia e l'Irlanda, il finanziamento portoghese fu concesso dietro condizionalità garantite dall'accettazione di un Memorandum of Understanding che, obbligava chiunque governi o governerà ad ottemperare gli impegni presi con le istituzioni.<sup>3</sup>

La crisi dei debiti sovrani dell'eurozona si manifestò in tutta la sua gravità a partire dal 2011, quando i livelli insostenibili dei tassi di interesse raggiunsero l'Italia (terza economia dell'Unione) e in minor misura la Spagna. Con riferimento all'Italia le vendite di titoli iniziarono nell'estate e già a partire da novembre il tasso di interesse sui Btp superava il 7% con il conseguente innalzamento del costo complessivo di rifinanziamento del debito pubblico. In pochi mesi lo spread passò da valori inferiori al 200 punti base a valori superiori ai 500 punti base, in una situazione del genere difficilmente uno Stato riesce a fare fronte ai propri impegni di pagamento degli interessi e rimborso del debito.

La componente dell'effetto contagio dato la contesto ed incentivato dalla netta divergenza tra l'evoluzione della Germania e quella dei paesi periferici fu molto importante. Alcuni paesi europei hanno sperimentato una crescente penalizzazione non legata alla situazione macroeconomica e di finanza pubblica, ma relativa

---

<sup>3</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

all'andamento della fiducia degli operatori di mercato. Dato il contesto la maggioranza degli stati adottò misure fiscali restrittive che in combinazione con le restrizioni creditizie da parte delle banche e la riduzione dei consumi da parte delle famiglie che portarono al peggioramento delle prospettive di crescita. La Spagna e l'Italia non hanno dovuto dichiarare default ,ma hanno anch'esse attuato una serie di politiche fiscali restrittive che a seguito di una piccola ripresa sono ritornarono ad una nuova recessione a partire dal 2012.

In questo contesto di forti pressioni sui titoli bancari europei e le condizioni di crescente stress sul mercato interbancario resero indispensabile l'intervento della BCE con politiche monetarie non convenzionali e con la ristrutturazione dell'Unione Bancaria e Monetaria Europea

#### **2.4 Misure Non Convenzionali Adottate Dalla Bce Per Far Fronte Alla Crisi Dei Mutui Subprime**

L'esperienza acquisita in quegli anni ha mostrato come in una situazione di crisi finanziaria ed economica accompagnata da incapacità da parte della politica monetaria ad esercitare influenza sulla domanda, e dunque sull'economia, possono far sì che strumenti convenzionali si rivelino insufficienti. In presenza di una "trappola di liquidità" strumenti come il taglio dei tassi non sono in grado di espandere la quantità di moneta in circolazione.

A partire dal 2009, la BCE, data la situazione di profonda crisi in cui i mercati soffrirono a causa di prelievi dovuti alla chiusura di posizioni aperte di molti operatori, decise di stimolare la domanda aggregata e riportare le aspettative di inflazione in linea con l'obiettivo di politica economica. Durante questo periodo la banca centrale ricorse a misure più incisive definite non-convenzionali in quanto vanno oltre il normale approvvigionamento di liquidità volto a coprire il net liquidity deficit.<sup>4</sup>

Le misure applicate nel 2009 a seguito del momento di stallo furono le seguenti:

-operazioni di immissione di liquidità tramite operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, scadenza 12 mesi, base trimestrale, tasso fisso al 1% e soddisfacimento integrale della domanda.

-operazioni volte ad accrescere la liquidità nel mercato dei titoli di debito del settore privato mediante l'acquisto di obbligazioni garantite denominate in euro ed emesse dell'area (covered bond).

-operazioni di politica monetaria da parte della BEI che dal 8 luglio 2009 per Eurosystema costituì una controparte particolarmente attiva per i prestiti alle piccole e medie imprese dell'area.

La BCE si impegnò quindi a rafforzare il flusso di credito attraverso l'introduzione dell'Enhanced credit support che si basa su cinque pilastri; offerta di liquidità a

---

<sup>4</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016\\_2.it.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html)

tasso fisso ed a fronte di garanzie, alle banche dell'area in tutte le operazioni di rifinanziamento; allungamento dei mesi massimi per le operazioni di rifinanziamento che seguì della crisi passarono a dodici mesi rispetto ai tre precedenti; ampliamento dell'elenco delle attività stanziabili in garanzia; concessione di liquidità in valuta estera ( in particolare dollari statunitensi ) con altre banche centrali tramite swap lines; acquisti definitivi di obbligazioni garantite (covered bond), il Covered Bond Purchase Programme si suddivise in CBPP1 ed CBPP2.

Nel periodo compreso tra il 2009 ed il 2012 venne introdotto il CBPP1 che comprende un insieme di acquisti garantiti il cui obiettivo era quello di supportare un segmento di mercato finanziario specifico, fondamentale per il finanziamento delle banche subì un notevole colpo durante la crisi. Raggiunto il valore totale nominale di 60miliardi di euro, il programma di acquisto delle obbligazioni terminò e rimasero nelle mani della BCE fino a scadenza.

Nel 2010 invece venne varato il programma di acquisto di acquisto all'interno dei mercati obbligazionari (SMP, Securities Market Programme), al fine di garantire un supporto del credito nell'area euro e di ripristinare il corretto funzionamento della trasmissione della politica monetaria. In particolare il programma fu concepito per ridurre i tassi di interesse degli stati indebitati e per alleviare le problematiche sul canale dei prestiti delle banche. Il maggior sostegno al credito portò ad un notevole miglioramento della liquidità nel mercato ed attenuò il rischio del

finanziamento tanto che, ad inizio dicembre, il Consiglio direttivo annunciò che avrebbe progressivamente revocato le misure non convenzionali non più necessarie. Ciò avvenne nel 2012 anche a causa dell'opposizione da parte di alcuni Stati, come la Germania, che sostenevano il programma fosse una sorta di sussidio nei confronti di Stati in difficoltà come Spagna e Italia.

Nel 2011 venne introdotto un nuovo programma di acquisto di obbligazioni garantite, in CBPP2. L'obiettivo della sua attuazione fu quello di contribuire al facilitamento dei finanziamenti per le istituzioni e le imprese ma anche incoraggiare a mantenere ed espandere i prestiti al pubblico da parte degli istituti di credito. Il programma finì nel 2012, raggiunto il valore nominale totale di 16,4 miliardi di euro ed anche in questo caso, le obbligazioni, verranno mantenute fino a scadenza dalla BCE stessa.

Successivamente nella prima metà del 2014 seguì l'annuncio delle operazioni monetarie definitive (OMT, Outright Monetary Transaction) da parte della Banca Centrale Europea. Le OMT, nome dato al programma anti-spread lanciato dalla BCE, sono delle operazioni pensate per i paesi della zona euro che si trovano in una situazione macroeconomica di grave difficoltà conclamata. L'istituto centrale, a seguito di una richiesta di assistenza finanziaria alle istituzioni europee, parte con l'operazione di acquisto dei titoli di stato a breve termine emessi proprio dagli stati bisognosi con scadenza compresa tra 1 e 3 anni ed a condizione di sottoporsi ad un

piano specifico di misure strutturali concordate secondo il principio della cosiddetta conditionality. Dal 2012 ad oggi, però, le OMT non sono mai state utilizzate. La durata di questi acquisti viene decisa del Consiglio Direttivo della BCE per quanto riguarda invece i limiti quantitativi, Francoforte potrebbe acquistare senza limiti.

“Nell’atto legale riguardante le Outright Monetary Transactions, l’Eurosistema intende chiarire di essersi impegnato a ricevere lo stesso trattamento di un qualsiasi creditore privato rispetto alle obbligazioni emesse da Paesi dell’area dell’euro e acquistate dall’Eurosistema tramite Transazioni monetarie definitive, in conformità con i termini di tali obbligazioni”

Comunicato del settembre 2012

Con questo comunicato l’istituto ha voluto chiarire che la liquidità immessa nel mercato in virtù dell’acquisto di obbligazioni dovrà essere sterilizzata in modo da non creare una base monetaria. L’unico scopo delle OMT sarà quindi quello di salvaguardare, per l’area dell’euro, il canale di trasmissione della politica monetaria cioè impedire che le forti tensioni sui mercati dei titoli di stato (detti anche mercati del debito sovrano) possano portare a tassi di interesse elevatissimi che, porterebbe il paese interessato in una spirale recessiva perché bloccherebbe i finanziamenti economicamente sostenibili sia per le imprese che per le banche rischiando quindi il default.

L'OMT nel raggiungere gli obiettivi di spread richiesti dal mercato compirà le seguenti manovre:

- lo stato deve aver ricevuto sostegno sovrano finanziario dai fondi di salvataggio dell'eurozona EFSF/MES, sotto forma di piano di “aggiustamento macroeconomico” oppure “programma precauzionale”;
- il Fondo Monetario Internazionale poteva partecipare alla costituzione del piano fra Stato richiedente e l'ESM e al monitoraggio dell'attuazione dello stesso;
- se lo stato richiedente non rispettasse il programma concordato con EFSF/ESM la BCE si riservava la possibilità di interrompere l'acquisto dei titoli;
- il programma ha maturity compresa fra 1 e 3 anni ed era ex-ante illimitato nell'acquisto di titoli di debito pubblico sul mercato secondario;
- la BCE acquistando questi titoli di debito avrebbe accettato lo stesso grado di “gerarchia di risarcimento” degli altri obbligazionisti;
- la liquidità immessa nel mercato sarebbe stata completamente sterilizzata;
- la BCE avrebbe pubblicato settimanalmente la quantità di titoli acquisiti e il loro valore di mercato, e mensilmente la duration finanziaria media e un'analisi dettagliata per singolo Stato richiedente. Lo scopo era garantire un certo grado di trasparenza;<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup><https://www.money.it/OMT-cosa-sono-significato-come-funzionano-differenza-QE>



Inoltre nel 2013, tra i più importanti strumenti di politica monetaria troviamo la forward guidance (denominata anche Policy guidance) consiste in un modo di operare applicabile da qualsiasi banca. Questo intangibile e complesso strumento di comunicazioni pubbliche rientra tra gli strumenti “non convenzionali”, che le banche hanno messo a punto per influenzare le decisioni degli investitori. Questi strumenti permettono di veicolare il flusso degli investimenti e di monitorare le decisioni dei trader in modo tale da controllare e scongiurare il pericolo di volatilità del mercato.

La forward guidance, partendo da Ben Bernanke alla Federal Reserve ed in seguito da Mario Draghi (BCE) e Mark Carney (BoE), è molto utilizzata dalle banche centrali per le situazioni economiche definite come “trappola della liquidità”, dove le manovre classiche sui tassi di interesse sono ininfluenti a causa del fatto che i tassi nominali a breve sono vicino allo zero. In altre parole durante le comunicazioni ufficiali la BCE trasmette pubblicamente, in maniera più o meno diretta, previsioni sui tassi di interesse e la politica monetaria nel prossimo futuro.

*“Based on our regular economic and monetary analysis, and in line with our **forward guidance**, the Governing Council decided to keep the key ECB interest rates unchanged.”*

Presidente Mario Draghi, Dichiarazione introduttiva 3 Settembre 2015

A seguito di queste misure che avevano come obiettivo il miglioramento del flusso di credito, la riduzione dei tassi attivi praticati dalle banche alle imprese e la riduzione significativa dei costi di indebitamento del settore privato, il Consiglio ritenne insufficiente lo stimolo monetario conseguito mediante le misure di politica monetaria adottate finora. L'ammontare complessivo di liquidità immessa nel circuito economico fu inferiore alle attese iniziali e non diede luogo a un'espansione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema sufficiente per riportare l'inflazione in linea con il valore obiettivo. Le aspettative di inflazione continuarono a segnalare un ritorno su valori prossimi al 2% soltanto su orizzonti molto lunghi (si veda la Figura 5).

Figura 5



Andamento dell'inflazione in Europa

Fonte: Il sole 24 ore

Con l'obiettivo di stimolare l'economia reale venne introdotto, nel giugno 2014, il TLTRO, l'acronimo per "Targeted Longer Term Refinancing Operations". Le TLTRO sono operazioni di finanziamento che configurano un rapporto debitore-creditore fra le banche commerciali e la Banca centrale europea. Quest'ultima stimola gli investimenti ed i consumi dell'economia reale attraverso una maggiore circolazione della liquidità mediante prestiti di denaro alle banche commerciali affinché lo erogino, tramite la loro attività di credito, a favore del settore privato non finanziario dell'Eurozona.

I TLTRO sono forniti dalla Banca Centrale Europea in tranche, mediante aste a cui possono partecipare le banche commerciali dell'Eurozona per ottenere prestiti quadriennali. La Banca Centrale eroga prestiti ad un tasso di interesse direttamente collegato all'atteggiamento delle banche: all'aumentare dei prestiti che quest'ultime concedono a società e famiglie non finanziarie, meno costosi e più attraente (addirittura negativi) saranno i tassi d'interesse che la BCE paga sulle TLTRO. In questo modo Draghi riuscì a stimolare un'iniezione di liquidità fino agli operatori finali della zona euro attraverso le singole banche che, per evitare di pagare un tasso molto alto alla BCE decisero di non impiegare i fondi concessi ma di immetterli nel sistema a favore di famiglie ed aziende.

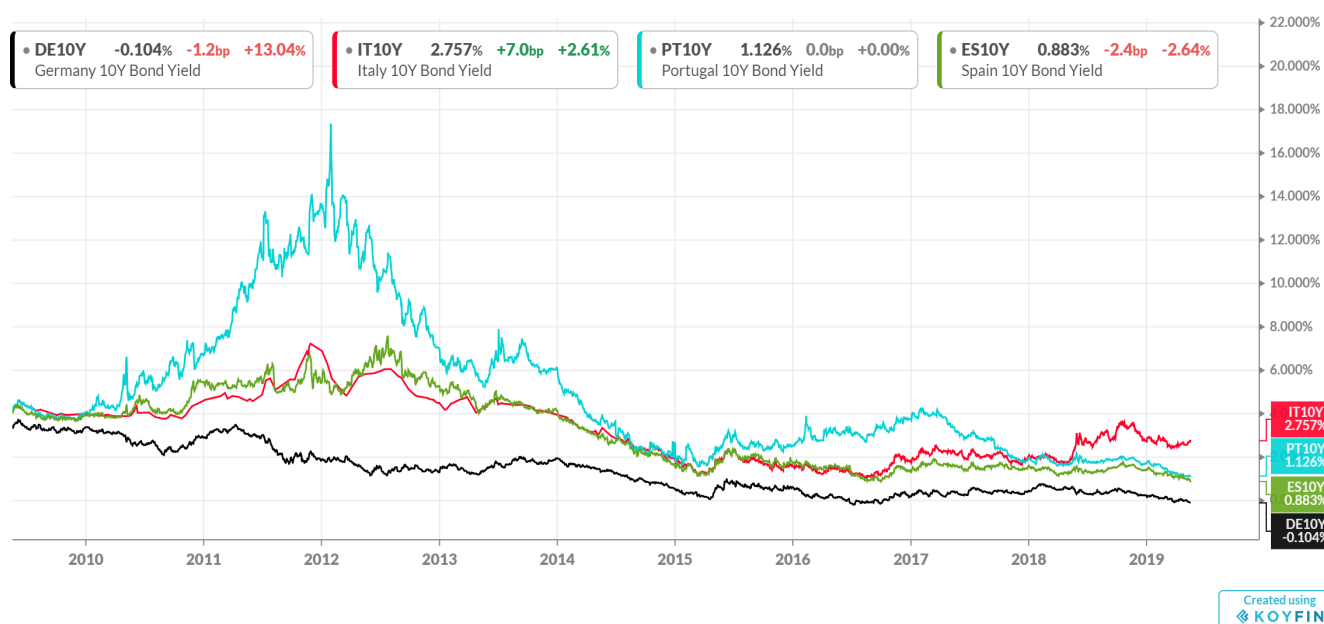
Le aste di TLTRO furono tre; La prima serie di TLTRO era formata da otto operazioni con cadenza trimestrale e decorrenza settembre 2014, per concludersi quattro anni dopo. Concesso un plafond sino ad un massimo del 7% dei loro prestiti ammissibili; Una seconda serie di TLTRO annunciata nel 2016 caratterizzata da un plafond corrispondente al 30 % dei prestiti erogati dalla singola banca e composta da quattro operazioni con cadenza trimestrale di durata quadriennale che prese avvio nel mese di Giugno 2016; La terza serie inizialmente compresa in un periodo che andava da settembre 2019 a Marzo 2021 fu modificato a seguito della pandemia ed estesa fino a giugno 2022.

Dal 2014 il Consiglio direttivo, come abbiamo visto, avviò le operazioni a più lungo termine, tra cui anche l'Expanded asset purchase programme (EAPP) formato da CBPP3, l'ABSPP, l'PSPP ed il CSPP. Le quattro misure in combinazione formano il Quantitative Easing delle dimensioni di 60 miliardi di euro al mese. A differenza dei TLTRO gli Asset purchase programs consistono, come dice il nome, in programmi di acquisto di attività finanziarie. La BCE compra sul mercato secondario dei titoli già emessi (obbligazioni varie) anche titoli pubblici. Il QE sarebbe proseguito fino a quando l'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro non sarebbe risultato coerente con l'obiettivo di politica monetaria.

L'acquisto di tali asset fornisce liquidità al sistema bancario perché gran parte di questi sono stati in precedenza acquistati dalle banche commerciali per essere poi venduti. Considerando i titoli di stato di nuova emissione, il QE produce un effetto che consiste nell'abbassamento di una parte dei costi di finanziamento degli stati. Questo corrisponde ad un abbassamento degli spread fra i vari Paesi della zona euro in concomitanza ad un risparmio per le casse dello stato. A partire dal 2015, il QE ebbe un impatto positivo sugli spread dei titoli di stato sovrani con una convergenza nei rendimenti dei titoli di stato tra i paesi come l'Italia, Spagna e Portogallo e i paesi virtuosi come per esempio la Germania (si veda la Figura 6).

Figura 6

KOYFIN



Convergenza nei rendimenti dei titoli di stato tra i paesi

Fonte: <https://www.risparmiamocelo.it/il-qe-della-bce-ha-davvero-funzionato/>

Le quattro misure che in combinazione formano il Quantitative Easing sono le seguenti:

- CBPP3, il Covered Bond Purchase Programme, terzo programma per l'acquisto di obbligazioni garantite parti dal 20 ottobre 2014 con lo scopo di migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Il CBPP3, ammonta circa al 10% del totale degli acquisti netti mensili dal 2015 ad oggi, con

una riduzione progressiva dalla metà del 2016, per poi riprendere a regime, come gli altri programmi, da novembre 2019;

- L'ABSPP, l'Asset-Backed Securities Purchase Programme, programma per l'acquisto di titoli garantiti da attivi partì sempre nel 2014 ma a partire dal 21 novembre e consiste in uno stimolo all'emissione di nuovi titoli ed in un aiuto alle banche a diversificare le fonti di finanziamento. Riguardò interventi temporanei e caratterizzati da volumi minori rispetto alle altre operazioni a causa della ripartizione dei rischi tra le Banche Centrali, andando a ricoprire circa l'1% del volume totale;

- PSPP, con il Public Sector Purchase Programme, ebbe inizio il QE a partire dal 9 marzo 2015 con l'avvio in combinazione al CBPP3 e al ABSPP. Tramite questo programma si è voluto riportare il tasso d'inflazione verso il target stabilito tramite l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'eurozona. Il PSPP corrisponderà alla componente più rilevante dal punto di vista quantitativo della composizione netta mensile, ricoprendo infatti circa l'80% del totale degli acquisti di attività;

- CSPP, il Corporate Sector Purchase Programme, ultimo programma di acquisto facente parte dell'EAPP che dall'8 giugno 2016, acquistò titoli obbligazionari di società non bancarie dell'Eurosistema, e da marzo 2020, acquistò commercial paper emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro. Il CSPP ricopre circa 8,5% del totale del programma di acquisti.

A fine 2018, corrispondente con il termine delle operazioni, l'iniezione complessiva di liquidità nel sistema corrispondeva a 2.569 miliardi di euro. La proporzione maggiore riguardò i titoli di Stato, il cui ammontare era di 1.940 miliardi di acquisti lordi da parte delle BCN ed in proporzione alla quota di partecipazione della BCE. Tra gennaio e ottobre 2019 l'Eurosistema ha poi reinvestito integralmente i pagamenti principali dei titoli in scadenza detenuti nei portafogli EAPP. L'obiettivo del Consiglio direttivo era di mantenere l'entità dei suoi acquisti netti cumulativi nell'ambito di ciascun programma ai rispettivi livelli di fine dicembre 2018, ma come vedremo in seguito, alla fine del 2019, i rischi al ribasso e l'obiettivo inflazionistico ancora lontano dallo standard prefissato, non lasciarono altra scelta all'infuori della ripresa del programma di acquisto titoli.

Nel complesso durante il QE si è notata un'enorme redistribuzione del rischio sovrano dal settore privato al settore pubblico. In tre anni il 20% del debito pubblico della zona euro si è accumulato nei bilanci delle BCN. I Paesi del Nord-Europa (+18.4% Olanda, 24.1% Finlandia) hanno avuto un peso percentuale degli acquisti più consistente rispetto all'Italia dove, la Banca d'Italia mostra percentualmente una quantità minore (+14%). Presumibilmente questa differenza può essere influenzata dal fatto che il debito totale dei Paesi virtuosi si è ridotto oppure ha avuto un incremento minore rispetto a quello italiano. Quindi considerando lo



stesso periodo di attuazione del QE gli acquisti nei vari paesi sono stati rapportati ad un denominatore proporzionalmente meno ampio. Si sperava che, con l'introduzione del QE, le banche avrebbero approfittato ad indebolire il legame negativo tra banche e governi, causa dell'aggravarsi della crisi, ribilanciando il peso dei titoli di Stato nei loro attivi tramite l'opportunità degli acquisti delle BCN.

Sullo sfondo di escalation dei dazi e di rischi connessi alla Brexit, il 12 settembre del 2019, Mario Draghi, guida il Consiglio direttivo della BCE ad attuare politiche monetarie "altamente accomodanti per un prolungato periodo di tempo". Vista la crescita più debole del previsto e data l'economia nell'area euro caratterizzata da rischi al ribasso più persistenti e da prospettive dell'inflazione non in linea con l'obiettivo di medio periodo. La BCE, alla fine del mandato del presidente, adottò tre serie successive di interventi monetari. Uno dei tre pilasti della Banca centrale Europea fu il TLTRO3 che corrisponde a dei maxi-prestiti ad un tasso di interesse più favorevole per le Banche partecipanti dell'Eurozona con lo scopo di preservare le condizioni favorevoli di accesso al credito per imprese e famiglie. Le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine trimestrali con scadenza a tre anni furono programmate per un arco temporale che andava da settembre 2019 fino a marzo 2021. Il Consiglio direttivo come secondo intervento pensò al taglio del tasso sui depositi che passò da -40% a -50%. Questa mossa mirava a spingere gli istituti europei verso investimenti nell'economia reale al posto di tenerli al sicuro ma, leggermente in

perdita, nelle mani della BCE. Per i consumatori una riduzione dei tassi provoca un effetto secondario non sempre positivo cioè l'inflazione che, provoca un aumento della circolazione del denaro e dato l'aumento dei prezzi, una corsa all'acquisto per evitare di spendere di più in futuro. L'obiettivo di inflazione era del 2%, attualmente la BCE si accontenterebbe di un 1.2%-1.5%. Il tasso di rifinanziamento in questo periodo rimase invariato allo 0% e quello marginale allo 0.25%.

La più importante fu la terza mossa cioè il riavvio da parte della BCE del Quantitative easing. L'ammontare mensile corrispondeva a 20 miliardi a partire dal mese di novembre reinvestendo integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del EAPP per tutto il periodo necessario, in ogni caso non prima del momento in cui ricominceranno ad innalzarsi i tassi di interesse di riferimento. La ripresa da parte dell'istituto di Francoforte all'acquisto di titoli di Stato dei paesi europei fu fondamentale per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario, inoltre, la novità di questa ripartenza fu l'acquisto dei bond privati con rendimenti inferiori al tasso di deposito cioè, inferiori al -0.50%.

L'area euro a fine 2019, nonostante le tre serie di interventi di accomodamento monetario, era caratterizzata da un PIL in crescita economica ridotto rispetto alle previsioni, portandosi all'1,2% nel 2019 dall'1,9% dell'anno precedente. L'espansione ottenuta è stata in parte data dal sostegno delle condizioni di finanziamento favorevoli, dall'incremento dell'occupazione e dalle politiche di

bilancio moderatamente espansive. Gli obiettivi prefissati non sono stati raggiunti infatti, l'area euro continuava a essere debole, nonostante vi fossero segnali iniziali di una stabilizzazione del rallentamento della crescita. L'inflazione di fondo che rimase stabile al 1,0 %, per il secondo anno consecutivo, indebolendosi ulteriormente con la forte caduta della domanda nel marzo del 2020.

## **Capitolo 3**

### **COVID-19 - INTERVENTI ATTUATI DALLA BCE**

#### **3.1 Crisi Covid-19 E Misure Straordinarie In Risposta Adottate Dalla Bce**

Nel 2020 l'Unione Europea si trovò davanti ad un evento di dimensioni mondiali che generò forti ripercussioni economiche e sociali comuni, ma con evidenti effetti asimmetrici tra Paesi. A cavallo tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020 scoppiò a Wuhan, in Cina, un'infezione dovuta ad un virus della famiglia SARS-Covid che, si è diffusa nelle nazioni di tutto il mondo in pochi giorni. Le misure di contenimento del Covid19 portarono ad uno shock simmetrico dell'attività economica superiore a quanto si è rilevato in seguito alla crisi finanziaria globale del 2008/2009 da un punto di vista dell'occupazione, della produzione e del commercio internazionale. Lo shock tuttora sta producendo effetti significativi, difficilmente stimabili allo stato attuale.

La pandemia di Covid-19 si inserisce nel novero delle gravi patologie respiratorie comparse in anni recenti: la SARS (Sindrome respiratoria acuta e severa), rilevata in Cina a fine 2002; il virus H1N1 (cosiddetta influenza suina), rilevato in Messico nel 2009; il MERS-CoV (Sindrome respiratoria del Medio Oriente), diffusosi nel 2012 dapprima in Arabia Saudita e poi in altri Paesi del Medio Oriente. Questi virus erano caratterizzati da un inferiore tasso di morbilità (ossia erano meno contagiosi) del Covid-19, pur facendo registrare un tasso di mortalità più elevato.

Al propagarsi dell'infezione di Covid-19 a livello globale, sono emerse le fragilità di molti sistemi sanitari nazionali. Per allentare la pressione sulle strutture esistenti, sono stati approntati ospedali dedicati ai malati di Covid-19; in parallelo, sono state avviate innumerevoli ricerche volte a individuare cure efficaci e vaccini sicuri. Poiché il virus è apparso sin da subito molto contagioso e la trasmissione da uomo a uomo risulta possibile anche da individui asintomatici, i Governi dei Paesi colpiti sono ricorsi all'unica misura allo stato in grado di rallentare il ritmo del contagio, ossia il distanziamento sociale, secondo tempistiche e intensità variabili da caso a caso. In Europa, le prime misure adottate in tal senso sono state la sospensione dei voli da e per la Cina, cui hanno fatto seguito la chiusura di scuole, le limitazioni alla libera circolazione di persone anche all'interno dei confini nazionali, la sospensione di eventi pubblici, la chiusura di diverse attività produttive non essenziali (cosiddetto lockdown).

“Non è solo una crisi sanitaria globale, ma è anche una grave crisi economica del lavoro che ha un enorme impatto sulle persone”

Direttore generale dell'Organizzazione internazionale del Lavoro

In effetti le misure instaurate per fronteggiare il Covid-19, secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale (FMI) a fine gennaio del 2021, provocarono la contrazione del prodotto lordo mondiale nel corso dell'anno 2020 attorno al -3.5%. Conseguenze decisamente più importanti rispetto alla crisi 2008/2009 quando gli effetti della crisi si diffusero tra le economie sviluppate e le economie in via di sviluppo maggiormente interconnesse, inoltre la precedente recessione lasciò ai margini la gran parte dei paesi del Sud ed in particolar modo le economie emergenti asiatiche ad eccezione di alcune colpite dalla brusca caduta delle quotazioni del petrolio.

Nonostante la crisi del 2020 si sia distribuita a quasi tutti gli stati dal sud al nord del globo, solo la Cina rimarrà in un campo positivo tra le 20 economie mondiali, circa +2,3% secondo il FMI, ad evidenziare la tendenza eterogenea degli effetti economici e sociali innescati (si veda la Figura 7).

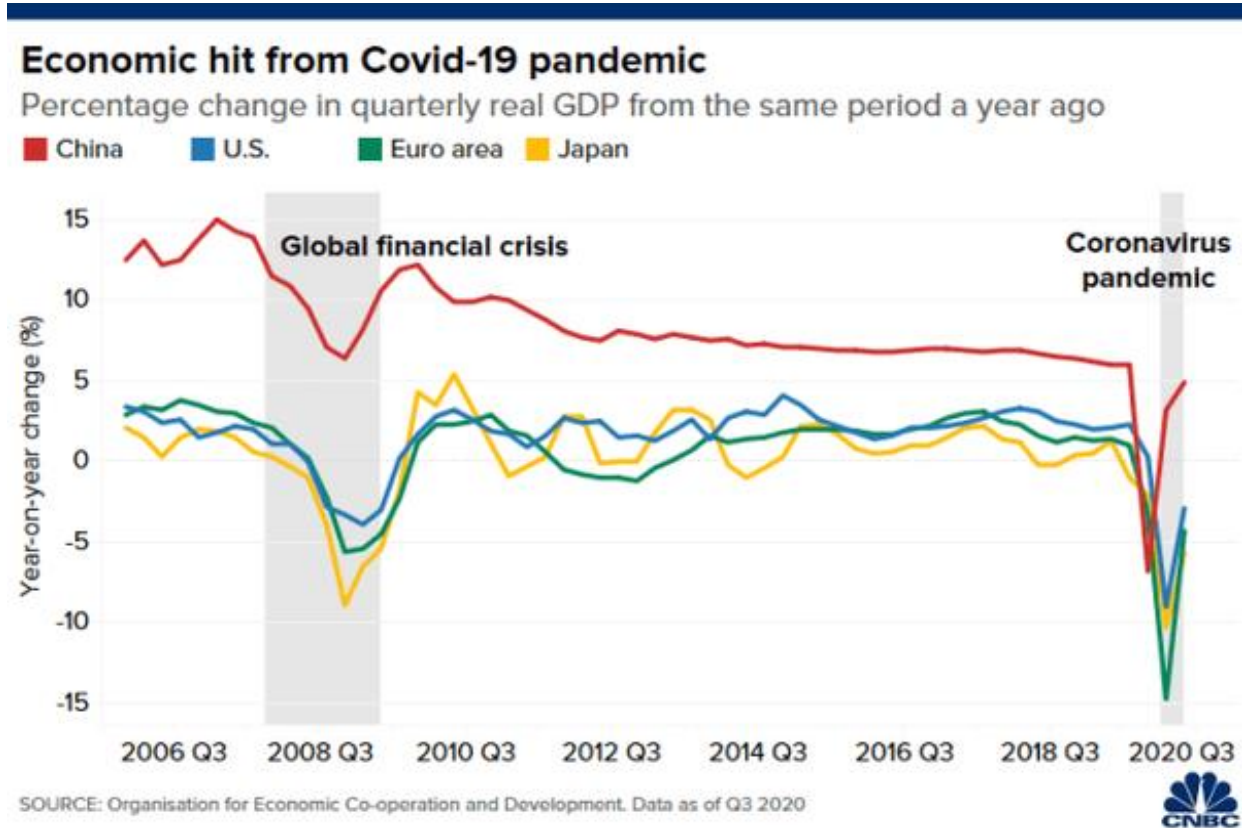
L'Unione Europea, d'altro lato, non iniziò ad approcciare il 2020 con una situazione economica particolarmente positiva. La modesta crescita nel corso del 2019 era di circa +1% fortemente influenzata da una riduzione delle esportazioni dovute al

clima internazionale negativo. La recessione dovuta alla crisi sanitaria da Covid-19 peggiorò la situazione con tempistiche uniformi.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup><https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-covid-19>

Figura 7



Contrazione PIL 2020

Fonte: <https://www.money.it/previsioni-economia-globale-2021-in-5-grafici>

A livello Europeo l'argomento Covid-19 fu trattato per la prima volta dalla BCE nel meeting del 11-12 Marzo, in cui è apparso chiaro sin da subito che mentre nella crisi finanziaria del 2008 le banche erano state al centro del problema, la situazione attuale differiva in quanto i problemi si sarebbero concretizzati prima nell'economia reale e successivamente avrebbero potuto impattare i bilanci delle banche.

Dai primi casi segnalati a gennaio, il COVID-19 si è diffuso in tutta l'Unione Europea. La BCE dovette reagire davanti alla portata dello shock pandemico tramite una risposta politica straordinaria, furono individuate tre aree di azione: stabilizzazione dei mercati, protezione dell'offerta di credito e neutralizzazione dei rischi di deflazione. È stata data priorità assoluta alle prime due, dato che l'instabilità dei mercati e/o una stretta creditizia comprometterebbero il funzionamento di una politica monetaria efficace, mentre la terza è fondamentale invece, per adempiere al mandato di stabilità dei prezzi.

Il sistema economico subì una situazione di forte stress dovuta alla portata della situazione di emergenza pandemica di fatti è stato necessario introdurre misure aggiuntive di politica monetaria e si pensò ad un pacchetto di misure complementari alle precedenti, che hanno agito lungo due dimensioni principali: acquisto di attività e operazioni di erogazione di liquidità. Riguardo l'acquisto di attività, il 12 marzo è stato ampliato di un ammontare pari a 120 miliardi di euro al programma APP ed il 18 marzo è stato lanciato il programma di acquisto di emergenza pandemica PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). D'altra parte, le operazioni di liquidità si componevano principale in revisioni della struttura e del prezzo delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate (TLTRO III). In parallelo l'insieme delle prevalenti attività di politica monetaria sono state accompagnate dalle misure anticicliche della vigilanza bancaria europea (Meccanismo di vigilanza unico) e dalle autorità macroprudenziali nazionali. Si è agito principalmente nell'ottica di



una situazione eccezionale in cui la politica monetaria deve agire sia per facilitare la necessaria espansione della politica fiscale sia per ridurre al minimo l'esclusione dell'attività del settore privato che si verificherebbe se gli elevati livelli di indebitamento pubblico venissero trasmessi ad un aumento dei rendimenti sovrani. L'iniziativa di incentivare le banche a non bloccare l'intero sistema ma di fornire credito fu un elemento chiave durante l'emergenza, infatti, il Covid-19 evidenziò una necessità di credito alle imprese redditizie che soffrivano di una riduzione del flusso di cassa a causa della pandemia. Le garanzie di credito sono state ampiamente utilizzate per procurare al creditore un mezzo di sicura soddisfazione del credito tramite l'intervento dei governi e delle autorità di vigilanza che hanno supportato l'intero meccanismo.

La prima operazione LTRO verrà annunciata il 16 marzo 2020, assegnata il 17 marzo 2020 e regolata il 18 marzo 2020, mentre le operazioni successive avrebbero avuto luogo settimanalmente fino al 10 giugno 2020. Per il periodo dal 24 giugno 2020 al 23 giugno 2021, il tasso di interesse su tutte le operazioni TLTRO III in essere in quel periodo sarebbe stato di 25 punti base inferiore al tasso medio applicato nelle operazioni di revisione dell'Eurosistema nello stesso periodo. Per le controparti il cui accreditamento netto soddisfacesse il benchmark, il tasso di interesse applicato sarebbe stato inferiore di 25 punti base al tasso medio di interesse sui depositi a vista prevalente nello stesso periodo, e comunque non superiore a -0,75%.

La soglia di rendimento dei prestiti per il raggiungimento del tasso di interesse minimo sarebbe ridotta allo 0%, dal 2,5%. L'importo massimo complessivo che le parti avrebbero diritto a contrarre verrebbe innalzato dal 30% al 50% del loro stock di prestiti ammissibili. Il limite dell'importo dei fondi che potrebbero essere presi in prestito in ogni operazione verrebbe inoltre eliminato.<sup>7</sup>

Dopo la decisione dell'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) di dichiarare ufficialmente l'emergenza Corona virus una pandemia il probabile deterioramento delle prospettive dell'attività economica e dell'inflazione e il conseguente calo delle aspettative di inflazione avrebbero potuto portare ad un aumento dei tassi di interesse reali, correndo il rischio che le condizioni finanziarie si sarebbero inasprite in modo pro-ciclico in un momento in cui l'economia richiedeva condizioni più favorevoli per far fronte allo shock ma ed a seguito delle decisioni di politica monetaria prese durante la riunione del Consiglio direttivo dell'11-12 marzo, i mercati finanziari mostrarono un'estrema volatilità. Nel complesso non bastarono le misure messe in campo dalla BCE, infatti, le condizioni finanziarie contribuirono a irrigidirsi a causa dell'ulteriore aumento dei tassi d'interesse privi di rischio su tutte le scadenze e degli spread sovrani e societari, mentre i mercati azionari subirono un crollo.

---

<sup>7</sup><https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202002.en.html>

La decisione dell’OMS, anche se in ritardo, portò Trump a chiudere i voli dal vecchio continente. Analogamente, misure severe di contenimento furono attuate in tutta l'area dell’euro lasciando un segno profondo nell'economia, poiché le imprese e le famiglie avevano ridotto la produzione e la spesa, come si evince dal grafico. Era in atto un rischio significativo di una grave recessione nell'area dell'euro in concomitanza con il calo dei prezzi del petrolio.

Il 18 Marzo fu accolta la proposta di lanciare un nuovo programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP) per i titoli del settore privato e pubblico con una dotazione di 750 miliardi di euro fino alla fine dell'anno. Tale programma di natura temporanea puntava direttamente alle conseguenze specifiche della diffusione del coronavirus, era stato visto come la migliore soluzione dinnanzi ad uno shock senza precedenti che stava esponendo ad un grave rischio il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e le prospettive per l’area euro. Gli acquisti sarebbero stati effettuati in modo flessibile, mentre l'allocazione di riferimento per i titoli pubblici nelle varie giurisdizioni avrebbe continuato ad essere la chiave di volta del capitale delle banche centrali nazionali dell'Eurosistema. Questa strategia avrebbe consentito fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, tra le varie classi di attività e tra le giurisdizioni per far fronte alla frammentazione finanziaria e alle distorsioni del mercato, consentendo al tempo stesso di adattare gli acquisti alle ramificazioni della pandemia del coronavirus. In questo contesto, fu considerato positivo il fatto che i requisiti di idoneità per i titoli emessi dal

governo greco furono eliminati nell'ambito del PEPP. Si decise inoltre di estendere la gamma di attività idonee ai sensi del CSPP alla carta commerciale non finanziaria, rendendo tutte le carte commerciali di qualità creditizia sufficientemente idonee all'acquisto ai sensi del CSPP e di allentare gli standard delle garanzie collaterali adeguando i principali parametri di rischio del quadro di riferimento per le garanzie. In particolare, il campo di applicazione del quadro in vigore per i crediti supplementari sarebbe stato ampliato per includere i crediti relativi al finanziamento del settore delle imprese. Ciò avrebbe garantito che le controparti potessero continuare a utilizzare appieno le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.<sup>8</sup>

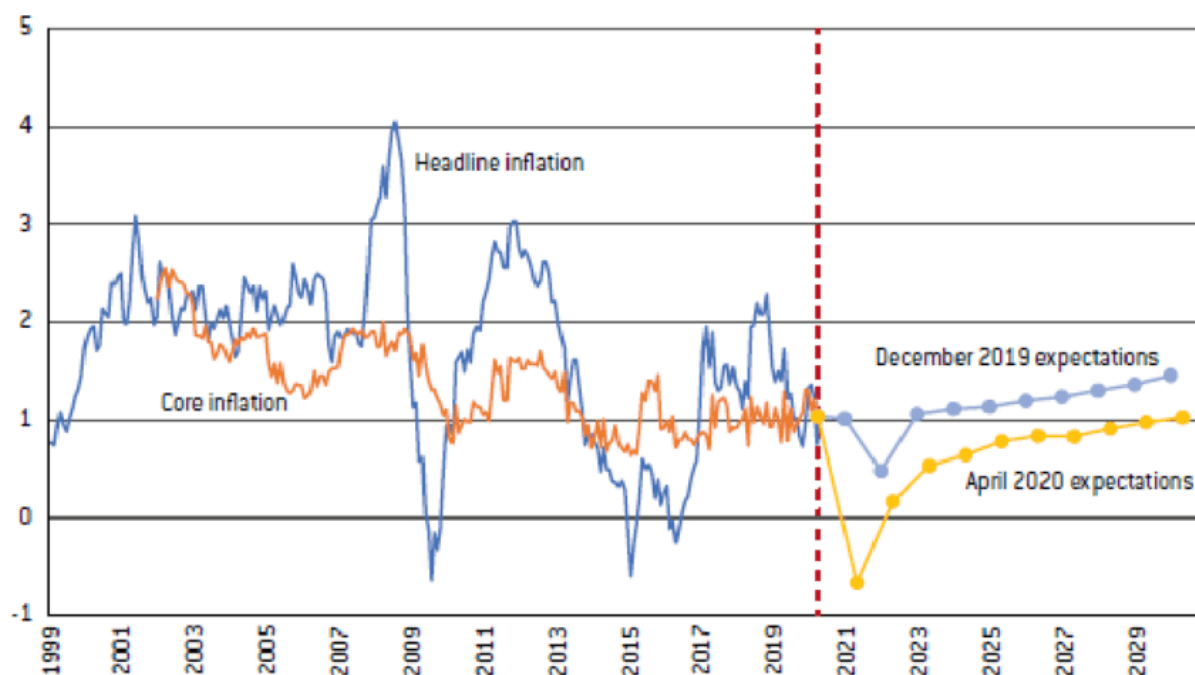
La crisi in corso è diversa da tutto ciò che si conosceva fino a tempi attuali, è frutto dell'accelerazione della globalizzazione, una combinazione tra catastrofe sanitaria mondiale con un crollo finanziario ed economico e con forti tensioni diplomatiche riguardanti le chiusure delle frontiere. Il mondo intero si è trovato dinnanzi ad un trade off tra: la necessità di tenere le misure di blocco in atto, con la conseguenza di un grave l'impatto sull'attività e sui prezzi oppure mantenere gli equilibri prestabiliti sulla libera circolazione provocando un inevitabile crollo del sistema sanitario con effetti economici devastanti dovuti al proseguimento infinito della pandemia.

---

<sup>8</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202002.en.html>

Dinnanzi a questa incertezza sono state messe in atto misure di contenimento della circolazione con la consapevolezza di non poter attuare queste misure in eterno in quanto gli effetti positivi sarebbero stati annullati dagli effetti negativi: il calo della domanda dovuto a motivi precauzionali o a perdite di reddito avrebbe potuto pesare sull'attività economica, portando a una lenta ripresa. Il risparmio precauzionale era già in aumento e, se i consumatori non avessero riacquistato rapidamente la fiducia dopo l'abolizione delle misure di contenimento, ci sarebbe stato il rischio che la domanda sarebbe rimasta depressa. Le aspettative statistiche riguardanti l'inflazione all'inizio della pandemia di coronavirus ritenevano molto probabile un valore sotto lo zero, o comunque sotto l'1%, ciò evidenziava un notevole rischio di deflazione o di inflazione molto bassa per un arco temporale corrispondente almeno ai prossimi anni (si veda la Figura 8).

Figura 8



Euro-area inflation, core, headline and market expectations

Fonte: [https://www.researchgate.net/figure/Euro-area-inflation-core-headline-and-market-expectations-y-o-y\\_fig2\\_344329562](https://www.researchgate.net/figure/Euro-area-inflation-core-headline-and-market-expectations-y-o-y_fig2_344329562)

Durante il primo trimestre del 2020 il fabbisogno di liquidità fece raggiungere un livello altissimo di domande di prestiti bancari nell'area euro o comunque una forte necessità da parte delle imprese di ricorrere a linee di credito a differenza del periodo precedente caratterizzato da fabbisogno di finanziamenti per investimenti fissi.

Durante la riunione del 29-30 Aprile fu deciso che di fronte a questa necessità le condizioni relative alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate

(TLTRO III) dovevano essere ulteriormente alleggerite. In particolare, riducendo il tasso di interesse sulle operazioni TLTRO III nel periodo dal giugno 2020 al giugno 2021 a 50 punti base al di sotto del tasso di interesse medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema prevalente nello stesso periodo. Inoltre, per le controparti il cui accreditamento netto ammissibile avesse raggiunto la soglia di rendimento dei prestiti, il tasso di interesse nel periodo giugno 2020 - giugno 2021 sarebbe stato inferiore di 50 punti base al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema prevalente nello stesso periodo.

La maggiore novità del meeting fu il piano di finanziamento per il comparto bancario che consisteva in una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine non mirate di emergenza pandemica (PELTRO) sarebbe stata condotta per sostenere le condizioni di liquidità nel sistema finanziario dell'area dell'euro e contribuire a preservare il regolare funzionamento dei mercati monetari fornendo un efficace freno alla liquidità. Le PELTRO seguiranno un calendario prestabilito e conterranno sette ulteriori operazioni di rifinanziamento con avvio nel maggio 2020 e scadenza in sequenza scaglionata tra luglio e settembre 2021, in linea con la durata delle misure di allentamento delle garanzie. Esse dovevano essere effettuate con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione, con un tasso di interesse inferiore di 25 punti base rispetto al tasso medio delle

operazioni di rifinanziamento principali prevalente per tutta la durata di ogni PELTRO.<sup>9</sup>

L'area euro stava vivendo un primo trimestre del 2020 caratterizzato da un PIL reale diminuito del 3,8% su base trimestrale a causa delle difficoltà provocate dalla pandemia e delle misure di contenimento. Alcuni settori furono maggiormente colpiti perché non previsti nella selezione delle così dette "attività essenziali" che dopo un breve periodo di fermo totale hanno potuto proseguire nell'attività anche se in via limitata e privilegiando metodi alternativi di lavoro come lo smart working. Il settore manifatturiero e quello dei servizi furono quelli maggiormente colpiti e successivamente i più esigenti di aiuti. L'economia dell'area dell'euro registrava una contrazione senza precedenti, la pandemia ebbe un sostanziale impatto sulla capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro e sulla domanda interna.

A seguito della graduale riapertura del mese di maggio le previsioni riguardanti una ripresa dell'attività nell'area dell'euro nel terzo trimestre dovette soprattutto all'ulteriore alleggerimento delle misure di contenimento. L'entità della contrazione e della ripresa sarebbe dipesa in modo cruciale dalla durata e dall'efficacia delle misure di contenimento, dal successo delle politiche volte a mitigare l'impatto

---

<sup>9</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202003.en.html>



negativo sui redditi e sull'occupazione e dalla misura in cui la capacità dell'offerta e la domanda interna sarebbero state colpite. Elemento fondamentale fu capire che basare le analisi economiche su prezzi fortemente mutevoli potesse essere fuorviante nell'attuale contesto. La raccolta di dati sui prezzi e la corretta imputazione causa effetto per gli acquisti, evidenziava difficoltà di raccolta perché i beni e i servizi effettivamente acquistati durante i periodi di blocco e di contenimento si discostavano probabilmente dalle ponderazioni di spesa ipotizzate nei panieri dei consumi statisticamente ufficiali. Venne fatto riferimento al forte aumento dei prezzi dei prodotti alimentari, che aveva suggerito che l'inflazione percepita potesse essere superiore all'inflazione misurata. Ulteriore elemento importante fu focalizzare l'attenzione sull'andamento dell'indice di risparmio, la forte crescita della moneta in senso lato che riflette in maggior misura le consistenti misure di sostegno adottate dalla BCE, denotava uno spostamento verso la detenzione di moneta per motivi precauzionali in un contesto di elevata incertezza.<sup>10</sup>

La BCE a seguito del 3-4 Giugno decise di sostenere le condizioni di finanziamento nell'economia reale in risposta alle previsioni a ribasso dell'inflazione optando per un aumento delle dotazioni per il programma di acquisto d'emergenza in caso di

---

<sup>10</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202004.en.html#toc9>

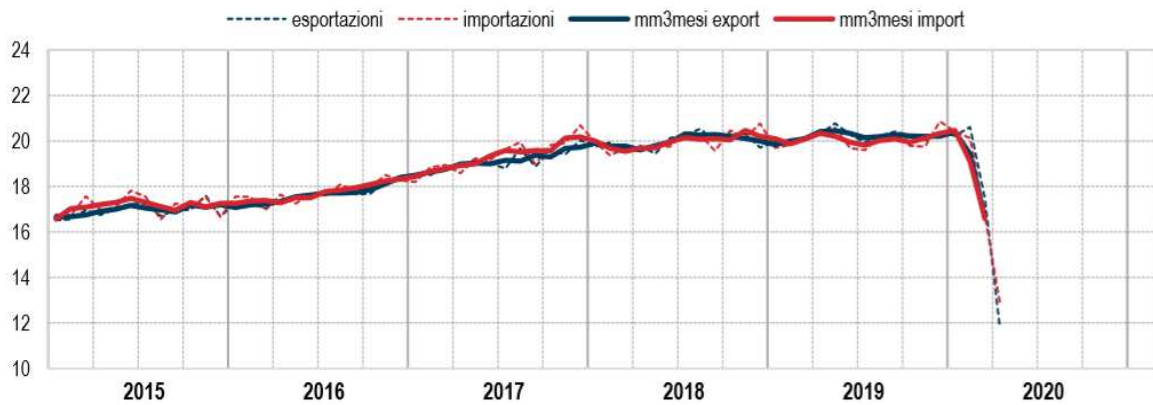
pandemia (PEPP) che si sarebbero incrementate di 600 miliardi di euro, per un totale di 1.350 miliardi di euro. Inoltre, l'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP venne esteso almeno fino alla fine di giugno 2021 o comunque avrebbero effettuato acquisti netti di attività fino a quando non avesse giudicato conclusa la fase di crisi del coronavirus. In ogni caso, il futuro roll-off del portafoglio PEPP sarebbe stato gestito in modo da evitare interferenze con la posizione monetaria appropriata.

Il Covid perturbava le economie in modo sequenziale e in misura diversa, di conseguenza anche le riprese nei vari paesi e nei vari settori sarebbero state disomogenee. Elemento caratteristico di questo periodo fu che a livello globale, a differenza della situazione pre-pandemia, crebbe la dipendenza dalla domanda interna piuttosto che da quella esterna, e dalle catene del valore interne piuttosto che globali (si veda la Figura 9).

Figura 9

**FIGURA 2. ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI CON L'AREA UE27**

Gennaio 2015 - aprile 2020, dati mensili e medie mobili a tre mesi, dati destagionalizzati in miliardi di euro



**FIGURA 3. ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI CON L'AREA EXTRA UE27**

Gennaio 2015 - aprile 2020, dati mensili e medie mobili a tre mesi, dati destagionalizzati in miliardi di euro



Covid-19 Crollo del commercio mondiale

Fonte: <https://www.infodata.ilsole24ore.com/2020/06/28/covid-19-crollo-del-commercio-mondiale-quattro-grafici/>

Elementi di forte incertezza che non presentano ancor'oggi una risposta certa sono le possibilità di trovarsi dinanzi ai cosiddetti "effetti scogliera", cioè la possibilità di un'amplificazione sproporzionata delle conseguenze che si verificherebbe alla

scadenza di varie misure di sostegno. Il mercato del lavoro fortemente sensibile potrà essere caratterizzato da un aumento della disoccupazione vera e propria anziché alla diminuzione. Nel periodo successivo, nonostante i vari interventi che avevano in qualche modo attenuato le acute carenze di liquidità, si iniziava a manifestare un crescente rischio di problemi di solvibilità, che avrebbero potuto creare un aumento dei crediti in sofferenza e delle insolvenze delle imprese incidendo sui bilanci delle banche e compromettendo così la trasmissione monetaria attraverso il settore bancario stesso. A seguito della pandemia, il rischio percepito e la tolleranza al rischio da parte delle banche sono cresciuti notevolmente, di fatti si rendeva necessaria una perfetta combinazione tra politica monetaria, che sembrava stesse agendo prontamente alle esigenze, e la politica fiscale fondamentale nei confronti dei problemi di solvibilità nel settore finanziario a seguito dello shock.

Confrontando la situazione della crisi finanziaria del 2008 e l'attuale crisi pandemica si evince che la trasmissione monetaria attuata tramite il sistema bancario era molto efficace in effetti la situazione ad inizio pandemia era molto più stabile con bilanci delle banche che testimoniavano una situazione più forte.

Nel terzo trimestre, le indagini cominciavano ad indicare una ripresa dell'economia dell'area dell'euro e ad evidenziare un forte rimbalzo della crescita del PIL. Era presente un maggiore grado di fiducia grazie al “forward guidance” cioè all’insieme

delle comunicazioni relative agli andamenti futuri dei tassi ufficiali che il Consiglio direttivo della BCE comunicava sottolineando di avere gli strumenti e lo spazio politico per intraprendere ulteriori azioni se necessario, ma al contempo evitare di creare aspettative di ulteriori azioni di politica monetaria. D'altro lato i governi trasmettevano di essere in grado di evitare che i loro sistemi sanitari fossero sopraffatti e che la diffusione del virus era possibile anche senza un blocco completo che avrebbe portato a conseguenze irrimediabili.

Rimaneva comunque persistente l'eterogeneità degli sviluppi nei vari paesi attribuibile alle differenze nell'evoluzione del virus, alle misure di contenimento e alle risposte di politica fiscale attuate in ogni paese di fatti, in questo contesto, i fondi NGEU venivano considerati importanti per contribuire a creare condizioni di maggiore parità.

Le condizioni per una risalita sembravano potessero operare con successo dopo il profondo periodo di recessione tutto ciò grazie anche all'ammontare dei risparmi accumulati dalle famiglie che avrebbero sostenuto un rimbalzo a forma di V caratterizzato da una notevole ripresa e crescita dei consumi nei prossimi anni.

Ad ottobre però, i dati segnalavano una perdita di slancio della ripresa economica dell'area dell'euro dopo un forte ma parziale e disomogeneo rimbalzo nel terzo trimestre. Il ritorno ad un periodo stagionale caratterizzato da temperature più basse portò ad un aumento dei casi COVID-19 e la conseguente intensificazione delle misure di contenimento stavano nuovamente interferendo con l'attività economica.

Comunemente alla prima ondata i settori come l'intrattenimento, il tempo libero o il turismo settore ne avrebbero risentito ampiamente delle misure di contenimento ma a differenza della prima ondata alcuni settori come l'industria manifatturiera e l'edilizia sarebbero stati meno colpiti di quanto non lo fossero stati nelle chiusure generali decise in precedenza continuando a riprendersi.

Il rapido mutamento delle condizioni economiche, dovute alla seconda ondata, costituiva un netto peggioramento delle prospettive a breve termine. Le speranze e le possibilità di una ripresa con forma a V iniziavano a sfumare e subentrò il forte dubbio di trovarsi davanti ad una doppia recessione in cui le riserve di liquidità delle imprese e delle famiglie potevano risultare troppo deteriorate per affrontare un nuovo periodo pandemico.

Le nuove restrizioni tendevano ad essere più mirate rispetto alla primavera, sia a livello regionale che settoriale, e potrebbero quindi avere un effetto più limitato sull'attività rispetto all'inizio dell'anno.<sup>11</sup>

Con l'approvazione del primo vaccino contro il Covid il 14 Dicembre del 2020 da parte di Pfizer BioNTech il 27 Dicembre segnala una data storica per l'Unione Europea cioè parte l'era del contrasto alla pandemia con l'avvio delle prime iniezioni. L'ondata positiva si riversò con un leggero rialzo delle Borse.

---

<sup>11</sup><https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202007.en.html#toc1>

Il proseguire della campagna vaccinale e il previsto graduale allentamento delle misure di contenimento rafforzano le attese di un deciso recupero dell'attività economica nel corso del 2021. L'attività economica mondiale con l'approvazione dei vaccini ha continuato un solido percorso di ripresa a cavallo tra il 2020 e il 2021, nonostante la pandemia si sia nuovamente intensificata. Elemento caratteristico di questo periodo è legato alle tempistiche di consegna dei fornitori che sono aumentati in conseguenza della forte domanda mondiale. È proseguita inoltre la ripresa del commercio, in cui lo scambio di beni rimane la principale determinante e l'interscambio di servizi mostra segni di miglioramento (si veda la Figura 10).

Elemento imprescindibile tutt'oggi è il mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli, rimane il presupposto fondamentale per ridurre l'incertezza e rafforzare la fiducia, sostenendo così l'attività economica e salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio termine. In tale scenario il Consiglio direttivo ha deciso di riconfermare l'orientamento molto accomodante della politica monetaria sostenuti dall'ottimismo sulle prospettive di crescita mondiali.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup><https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2021/bol-eco-3->

[2021/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-eco-bce/2021/bol-eco-3-2021/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=102)

Figura 20

Performance dal 01/02/2020 al 31/03/2021



Un anno dalla crisi

Fonte: <https://www.quantalys.it/Article/Consultation/40152>

Nel comunicato stampa, datato 10 Dicembre 2020, la BCE ha attuato diverse manovre in risposta alla seconda ondata di Coronavirus che sta vessando attualmente l'intera area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare la dotazione del programma di acquisto d'emergenza pandemico (PEPP) di 500 miliardi di euro, per un totale di 1.850 miliardi di euro. Ha inoltre esteso l'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP ad almeno la fine di marzo 2022 ed in ogni caso fino a quando non giudicherà conclusa la fase di crisi del coronavirus.



Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di reinvestire i pagamenti di capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine del 2023 e gestito in modo da evitare interferenze con la posizione di politica monetaria appropriata. Ulteriore intervento consisterà nella ricalibratura ulteriore delle condizioni della terza serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate (TLTRO III). In particolare al periodo in cui si applicheranno condizioni favorevoli, si prorogheranno di dodici mesi, fino a giugno 2022.<sup>13</sup>

A seguito della proroga della durata della serie di misure di alleggerimento delle garanzie collaterali adottate dal Consiglio direttivo, del 7 e il 22 aprile 2020, le banche continueranno a poter utilizzare appieno le operazioni di liquidità dell'Eurosistema, in particolare le TLTRO ricalibrate e verranno offerte quattro ulteriori operazioni di rifinanziamento a lungo termine di emergenza pandemica (PELTRO), che continueranno a fornire un efficace freno alla liquidità

Entro dicembre 2021 si presuppone che saranno inoltre effettuate tre ulteriori operazioni come obiettivo d'incentivare le banche a sostenere l'attuale livello dei prestiti bancari, con forte attenzione alle condizioni di prestito del TLTRO III che

---

<sup>13</sup><https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.it>

molto probabilmente saranno rese disponibili solo agli enti che raggiungeranno un nuovo obiettivo di performance creditizia così da conciliare sicurezza e sostegno.<sup>14</sup>

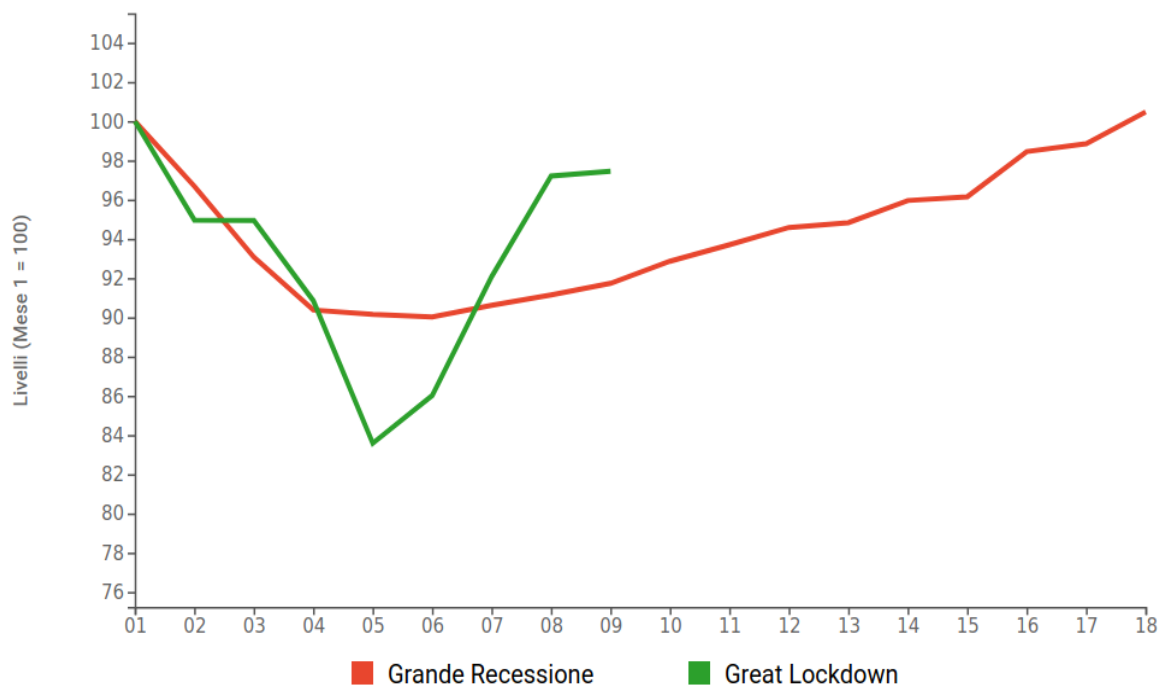
## CONCLUSIONI

Seppur a distanza di circa un decennio, le crisi precedentemente analizzate cioè, la crisi che per semplificare viene individuata come “Lehman Brothers” e la crisi da Covid-19, hanno colpite duramente le attività, ma gli elementi di differenza su cui soffermarsi sono molteplici prima di tutto hanno avuto luogo in due contesti profondamente diversi. Per contestualizzare i risultati ottenuti, è utile confrontare l’andamento della produzione industriale oggi con quello registratosi durante la Grande Recessione. Per rendere i due periodi confrontabili, l’ultimo mese prima del verificarsi degli effetti della crisi viene posto uguale a 100 (2008-09 per la Grande Recessione, 2019-12 per la crisi in atto). Le dinamiche a confronto sono illustrate nelle loro differenze nel grafico sottostante (si veda la Figura 11).

---

<sup>14</sup><https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.en.html>

Figura 31



Indice di produzione industriale: confronto tra Grande Recessione e Great Lockdown

Fonte: <https://www.pricepedia.it/it/magazine/article/2020/08/26/la-produzione-industriale-ancora-sotto-i-livelli-pre-crisi/>

Di fatti, considerando le basi di partenza la crisi del 2008 prese piede in un momento di crescita economica, dove i tassi di interesse della BCE si collocavano intorno al 4%. La crisi pandemica invece, ha avuto nel periodo antecedente uno stato di stagnazione economica, fortemente influenzata dalla precedente crisi i cui effetti non erano ancora stati completamente sterilizzati. Di conseguenza gli interventi della Bce nei due contesti furono notevolmente diversi; nel primo contesto si

godeva di un margine d'azione non indifferente nell'abbassare i tassi attraverso misure standard di politica monetaria accomodante e ciò permise inizialmente di non dover ricorrere ad interventi straordinari; nel secondo contesto la situazione di partenza, presentando addirittura tassi con caratteristiche negative, richiedevano sin dall'inizio interventi straordinari rispetto ad ingenti immissioni di liquidità nell'economia.

Ulteriore elemento da evidenziare fu la scintilla scatenante infatti, nell'attuale crisi di natura sanitaria (shock esogeno), le banche non sono all'origine del problema a differenza della grande recessione dove la crisi ha avuto origine all'interno del sistema finanziario (shock endogeno) macchiato da speculazioni, errata percezione del rischio e controlli meno stringenti. Ad oggi le banche possono essere considerate parte della soluzione in un contesto imprevedibile come il covid-19 lo è stato. A differenza della crisi subprime che a cascata ha provocato gravi effetti nell'economia reale, in questo caso, è stata l'economia reale a subire l'impatto immediato e devastante della pandemia, a conseguenza del lockdown imposto per cercare di bloccare l'avanzamento del virus.

A differenza di molte altre crisi del passato, la crisi causata dal COVID-19 ha colpito i paesi più sviluppati del globo, creando contemporaneamente uno shock tra domanda e offerta, diventando così il più drammatico shock vissuto dopo la Grande Depressione.

Il futuro dell'economia influenzava, influenza ed influenzerà la vita di ognuno di noi. Siamo figli della globalizzazione, della libertà di circolazione e della comunicazione veloce anche ad enormi distanze. Dal Novecento le invenzioni non si sono più fermate permettendoci di viver con un costante interfacciarsi al “nuovo”, cresciuti senza l'esistenza di limiti o barriere.

La diffusione di un virus a livello globale comporta una profonda crisi economica non solo nei paesi con un maggior numero di casi, ma anche in tutti quei paesi che sono strettamente coinvolti nel commercio e nelle catene globali del valore.

Concludo con una considerazione, così come la trasmissione di un virus è favorita dall'alto tasso di globalizzazione che caratterizza il mondo di oggi anche altre problematiche mondiali sono incentivate dalla circolazione di cose e persone. La vera barriera della storia universale è la globalizzazione stessa perché, non si è riusciti a vincere la sfida più grande cioè, quella di promuovere la collaborazione tra i paesi così da poter gestire l'incertezza a livello sia regionale che globale affrontando le crisi e prevenendo o gestendo in modo coordinato le crisi economiche.

## **BIBLIOGRAFIA**

BCE (06.09.2012), “Technical features of Outright Monetary Transactions”, BCE Press release, Francoforte

BCE (2016), Rapporto annuale, BCE, Francoforte

Il Post (15.09.2018), “Danni collaterali - La storia di come la grande crisi arrivò in Italia e di come l'ha cambiata, a dieci anni dal fallimento di Lehman Brothers”

The Seattle Times (21.10.2008), “Estimates for credit swaps as high as \$62 trillion”

Consob (2010-2011), “Crisi Debito Sovrano 2010-2011”

BCE (16.10.2009),” Discorso di Lorenzo Bini Smaghi”, Membro del Comitato esecutivo della BCE Associazione Pianificatori Bancari, Firenze

Money.it (20.05.2020), “OMT: cosa sono le Outright Monetary Transactions della BCE?”

Presidente Mario Draghi (2015), Dichiarazione introduttiva nella riunione del Consiglio Direttivo della BCE, 3 Settembre 2015

Consob (2019-2020), “La Crisi Da Covid-19 - La Pandemia Di Covid-19 E La Crisi Del 2020”

Money.it (28.12.2020), “Il futuro dell’economia mondiale nel 2021 in 5 grafici”

Il sole 24 Ore (06.03.2019), “Stretta e Tltro, perché la Bce dovrà ripensarci”

Guy Rider, Direttore Generale dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro,  
dichiarazione del 26.12.2020

BCE (2020), Bollettino economico, n.2, BCE, Francoforte

BCE (2020), Bollettino economico, n.3, BCE, Francoforte

BCE (2020), Bollettino economico, n.4, BCE, Francoforte

Il sole 24 Ore (28.06.2020), "Covid-19, il crollo del commercio mondiale in  
quattro grafici"

BCE (2020), Bollettino economico, n.7, BCE, Francoforte

Enria A. (2020), "ECB Banking Supervision provides temporary capital and  
operational relief in reaction to coronavirus", BCE Press release, Francoforte

Lane, P. R. (2020), "Monetary policy in a pandemic: ensuring favourable  
financing conditions", Discorso all'Economics Department e IM-TCD, Dublino.

## SITOGRAFIA

<https://www.orizzontipolitici.it/>

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

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

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

[www.consob.it/web/consob/home](http://www.consob.it/web/consob/home)

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

[www.ilsole24ore.com/](http://www.ilsole24ore.com/)

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

[www.researchgate.net/](http://www.researchgate.net/)

[www.bancaditalia.it/homepage/index.html](http://www.bancaditalia.it/homepage/index.html)

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

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