



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**IL RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI NELLA
CRISI PANDEMICA DA COVID-19**

**THE ROLE OF CENTRAL BANKS IN THE COVID-
19 PANDEMIC CRISIS**

Relatore:
Prof. Luca Papi

Rapporto Finale di:
Eris Skudrina

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1: BANCHE CENTRALI E POLITICA MONETARIA	3
1.1 Indipendenza delle banche centrali e la sua evoluzione nel tempo	3
1.2 Obiettivi della Banca Centrale e strategie di politica monetaria	4
1.2.1 Strategie di politica monetaria	6
1.3 Il Sistema Europeo delle Banche centrali (SEBC) e la BCE	7
CAPITOLO 2: EMERGENZA SANITARIA-ECONOMICA 2020	11
2.1 L'avvento del Covid-19	11
2.2 Crisi economica: il ruolo delle banche centrali	12
2.3 BCE, FED e BoE: misure a sostegno dell'economia	14
2.4 BCE: programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) e programma di acquisto dei beni (APP)	16
2.5 FED: il Main Street Lending Program	19
2.6 BoE: Asset Purchase Facility (APF), Quantitative Easing (QE), Covid Corporate Financing Facility (CCFF)	22
CAPITOLO 3: SCENARI FUTURI: MISURE PER USCIRE DALLA CRISI ECONOMICA DEL 2020	25
3.1 Premessa	25
3.2 Il ruolo della Fed: realtà e un possibile scenario	26
3.3 Il ruolo dell'UE	29
3.4 Il ruolo della BoE	32
CONCLUSIONI	34
BIBLIOGRAFIA	35

INTRODUZIONE

Il mandato delle Banche centrali ha subito numerose modificazioni nel corso del tempo, ed in molti paesi l'attenzione si è focalizzata nell'ambito della gestione della politica monetaria, in particolare nel perseguimento della stabilità dei prezzi, ed il concetto di indipendenza delle banche centrali è divenuto sempre più l'obiettivo prioritario delle governance di tali istituzioni. Infatti, nel corso degli anni si è assistito all'importante ruolo delle banche centrali, sempre più in grado di attutire il duro colpo causato dalle numerose e gravi crisi economiche. Tra le ultime vi è la crisi pandemica del 2020, che è sfociata in una gravissima crisi economica mondiale, la più grave dopo la Seconda guerra mondiale, e in tale contesto il ruolo delle Banche centrali è stato di importanza strategica, in quanto è quello che consente di stabilizzare i mercati finanziari, lavorando anche al fianco dei governi per poterne uscire.

L'elaborato ha quindi l'obiettivo di andare ad analizzare il ruolo svolto dalle Banche centrali, esaminando gli obiettivi prefissati dalle stesse, in correlazione con i risultati delle politiche messe in atto sin dall'inizio della crisi economica da coronavirus.

Il primo capitolo si sofferma sulle dinamiche storiche e macroeconomiche che hanno coinvolto le Banche centrali, mettendo in evidenza il loro grado di indipendenza e l'evoluzione che si è avuta nel corso degli anni. Viene posta l'attenzione anche sugli obiettivi della Banca centrale europea (da qui in avanti BCE) e sulle strategie di politica monetaria che le banche scelgono di adottare, quindi sugli obiettivi intermedi e sugli obiettivi finali. Infine, si andrà ad analizzare il Sistema Europeo delle Banche centrali ed il suo importante ruolo nell'indipendenza delle stesse.

Nel secondo capitolo si pone l'attenzione sulla pandemia e su come il coronavirus abbia drasticamente cambiato le vite di tutti noi, sia a livello psicofisico, sia a livello economico. A tal proposito, occorre evidenziare che non si tratta solo di una crisi sanitaria, bensì di una vera e propria crisi macroeconomica; a tal fine, si tenterà di analizzare l'importante ruolo svolto dalle Banche centrali per delineare delle possibili vie di uscita.

Quindi si giunge al terzo ed ultimo capitolo, che si sostanzia nell'analisi dei possibili scenari futuri, corredata con quella delle politiche economico-finanziarie e delle eventuali azioni strategiche che potranno svolgere le banche centrali a sostegno dei Paesi coinvolti.

1. BANCHE CENTRALI POLITICA MONETARIA

1.1 INDIPENDENZA DELLE BANCHE CENTRALI E LA SUA EVOLUZIONE NEL TEMPO

Si inizia a parlare di indipendenza delle banche centrali fin quasi dalla loro nascita. In un saggio del 1824 David Ricardo accusa la Banca d'Inghilterra, fondata più di un secolo prima, di essere remissivo nei confronti del potere esecutivo. Egli identifica i tre pilastri dell'Indipendenza di una banca centrale: *separazione istituzionale* tra il potere di creare denaro e quello di spenderlo, *divieto di finanziamento monetario del bilancio dello Stato*, *obbligo in capo alla banca centrale di render conto della politica monetaria svolta* (accountability).

I suggerimenti di Ricardo vengono ripresi dalla Conferenza di Bruxelles del 1920, tenutasi sotto il dominio della Lega delle Nazioni con lo scopo di individuare le politiche migliori per contrastare la crisi economica e finanziaria conseguente alla Prima guerra mondiale.

Nel pensiero economico e fra i policy makers si ha la convinzione che una certa dose di inflazione sia necessaria per sostenere l'occupazione e la crescita. In molti paesi la politica monetaria è dominata dalle esigenze del bilancio pubblico e le banche centrali agiscono come compratori di ultima istanza dei titoli di Stato nel momento in cui questi vengono emessi sul mercato primario. L'indipendenza delle banche centrali gode scarse tutele istituzionali.

La "stagflazione" degli anni Settanta rende evidente ciò che alcuni economisti come Edmund Phelps hanno previsto nel decennio precedente: nel breve periodo può anche esservi un trade-off fra inflazione e disoccupazione, ma questo scompare nel lungo periodo.

La letteratura economica, quindi, torna a guardare alla stabilità dei prezzi come a un valore supremo e ne indica due presupposti: l'indipendenza delle istituzioni a cui è affidato il compito di assicurare quella delle banche centrali e l'adozione da parte di queste di obiettivi espliciti. La necessità che una banca dichiari un obiettivo esplicito, in modo da essere difficilmente modificabile dalle autorità giuridiche, è dichiarata in uno scritto di Milton Friedman del 1962, dal titolo "Should there be an independent monetary authority?".

Friedman si chiede come si possa: "creare un sistema monetario che sia stabile, libero da interferenze governative irresponsabili e che non possa essere utilizzato come fonte di potere per minacciare la libertà economica e politica." Egli punta su esperti indipendenti, ai quali esclude

tuttavia di affidare ampia discrezionalità, preferendo che siano fissate norme che assegnino alla politica monetaria un compito e un obiettivo ben precisi.

Negli anni Settanta Robert Lucas, Thomas Sargent e altri sostengono che: assegnare alla banca centrale il compito di preservare la stabilità dei prezzi porta gli agenti privati ad avere aspettative economiche razionali, quindi la politica monetaria deve essere coerente nel tempo per essere anche credibile. Per ovviare al fatto che il governo sia incentivato a sfruttare sempre più il trade-off di breve periodo tra crescita e inflazione, senza badare ai costi di lungo periodo, occorre una banca centrale veramente indipendente.

1.2 OBIETTIVI DELLA BANCA CENTRALE E STRATEGIA DI POLITICA MONETARIA

Una Banca centrale è un'istituzione pubblica che gestisce la valuta di un paese o gruppo di paesi e controlla l'offerta di moneta, ovvero la quantità di moneta in circolazione. L'obiettivo di molte banche centrali è la stabilità dei prezzi. I

In alcuni paesi la banca centrale è tenuta per legge ad agire a sostegno della piena occupazione. La banca centrale detiene uno degli strumenti fondamentali cioè la possibilità di fissare i tassi di interesse, ossia il costo del denaro, guardando alla politica monetaria. Essa è un organismo pubblico, non ha scopo di lucro ed è differente dalle banche commerciali perché un singolo individuo non può aprire un conto né richiedere un prestito.

Per perseguire il suo obiettivo la banca centrale funge da banca delle banche commerciali e influenza così il flusso di moneta e di credito nell'economia. Per poter ottenere fondi dalla banca centrale è necessario stanziare attività, come titoli di Stato o obbligazioni societarie, che abbiano un valore economico e fungano da garanzia del rimborso del prestito.

La banca centrale può operare in qualità di "prestatore di ultima istanza", dal momento che le banche commerciali possono erogare credito a lungo termine a fronte di depositi a breve termine, esse si espongono quindi a problemi di "liquidità" e ciò accade in situazioni in cui, nonostante queste dispongano di fondi per saldare un debito, non sono in grado di monetizzarli in tempi molto più rapidi. Questa funzione contribuisce al mantenimento della stabilità del sistema finanziario.

Le banche centrali svolgono molteplici attività: *emettono* le banconote e le monete, spesso *si assicurano* il giusto funzionamento dei sistemi di pagamento per le banche e gli strumenti

finanziari negoziati, *gestiscono* le riserve ufficiali e *svolgono* un ruolo nell'informazione del pubblico in merito all'economia. Per assicurare che i prestatori non assumano rischi eccessivi molte banche centrali *contribuiscono* anche alla stabilità del sistema finanziario delle banche commerciali.

Per poter descrivere la strategia di politica monetaria di una Banca centrale si deve osservare quali sono gli obiettivi che essa si prefigge, in quanto si ha un'importante distinzione tra obiettivi finali ed obiettivi intermedi della politica monetaria.

Gli **obiettivi finali** della politica monetaria sono espressi in termini di stabilità dei prezzi e di crescita di breve termine; ciò sta ad indicare l'importanza della stabilizzazione del PIL reale sul valore corrispondente al tasso naturale di disoccupazione. Tuttavia, tali obiettivi sono in conflitto tra loro, perché il sostegno della domanda aggregata fa crescere l'attività economica, ma porta anche ad un incremento del tasso di inflazione.

Inoltre, gli obiettivi finali non possono essere conseguiti in maniera diretta dalle Banche centrali; infatti, per conseguirli, queste devono fissare **obiettivi intermedi** che possono essere raggiunti attraverso il controllo diretto e preciso degli strumenti della politica monetaria. L'obiettivo intermedio è una variabile che la Banca Centrale può controllare e che è legata strettamente con degli obiettivi finali della politica monetaria

Sostanzialmente la scelta dell'obiettivo intermedio comporta la scelta della strategia di politica monetaria che la Banca Centrale intende perseguire per raggiungere l'obiettivo finale. Ovviamente, gli obiettivi intermedi devono essere rivisti nel tempo, perché il cambiamento delle condizioni di mercato può compromettere la forte interazione esistente fra strumenti, obiettivi intermedi e obiettivi finali.

D'altra parte, gli obiettivi intermedi forniscono alla Banca Centrale dei punti concreti e specifici a cui mirare per l'anno successivo; ciò suggerisce alla Banca Centrale come agire e aiuta il settore privato a sapere cosa attendersi in futuro. Nel caso in cui la Banca centrale mantenga gli obiettivi prefissati, le imprese e i consumatori avranno un'idea precisa riguardo al tipo di politica monetaria che sarà intrapresa, e in tal modo, la BC può essere ritenuta responsabile delle proprie azioni.

Dunque, essa ha un importante compito da realizzare: annunciando i propri obiettivi, consente agli osservatori esterni di valutare se sta agendo nella giusta direzione e se ha raggiunto gli obiettivi prefissati. Di conseguenza, l'indipendenza della BC sta nel rimanere estranea alle influenze dei governi, che possono andare a minare il conseguimento degli obiettivi.

1.2.1 STRATEGIE DI POLITICA MONETARIA

Nel corso degli anni le Banche Centrali hanno perseguito diverse strategie di politica monetaria. La differenza tra queste si riscontra sia in termini di obiettivi principali che si prefiggono di raggiungere, sia in termini di modalità con cui ottenerli.

Esistono due linee teoriche che divergono per la considerazione del legame tra stabilità dell'economia e conduzione della politica monetaria. Secondo la prima, quella che fa riferimento a Friedman, l'economia è intrinsecamente stabile ed eventuali manovre monetarie discrezionali sono sconsigliate in quanto destabilizzanti del sistema. Invece, secondo il filone contrapposto, quello che fa riferimento a Keynes, l'economia, essendo instabile, è soggetta a crisi e shock ricorrenti e di conseguenza sono indispensabili manovre discrezionali.

In particolare, il dibattito si è concentrato su due approcci denominati, rispettivamente, *monetary targeting* e *inflation targeting*.

Nello specifico, il monetary targeting si basa su un obiettivo intermedio concernente il tasso di crescita dell'aggregato monetario scelto, su una variabile che a differenza del tasso di inflazione è più facilmente controllabile. L'obiettivo intermedio opera come una regola che l'autorità monetaria è tenuta a seguire.

Al contrario, l'inflation targeting si basa sul perseguimento, da parte della Banca Centrale, di un tasso di inflazione obiettivo¹, il quale viene quantitativamente definito e che essa cerca di raggiungere senza fare leva su variabili intermedie, ma utilizzando il tasso di interesse come variabile strumentale.

Pertanto, essendovi notevole discrezionalità, la Banca Centrale è libera di muovere la variabile strumentale in risposta ai vari shock che si manifestano nel sistema economico, al fine di mantenere il livello inflattivo promesso. Da tale suddivisione si recepisce chiaramente come la

¹ **In generale**, si può osservare che negli anni Settanta e Ottanta le banche centrali di molti paesi OCSE hanno adottato un obiettivo di crescita degli aggregati monetari. Questa strategia ha contribuito al processo di disinflazione, ma le sue prime difficoltà le ha incontrate a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta e poi negli anni Novanta, quando il processo di deregolamentazione e il fenomeno dell'innovazione nella tecnologia dei pagamenti hanno minato la stabilità della domanda di moneta, accrescendo l'instabilità della velocità di circolazione della moneta. Dato che l'inflazione dipende nel lungo termine dal tasso di crescita dell'offerta di moneta nominale, l'aumento della variabilità della domanda di moneta ha reso più difficile la previsione della quantità di moneta compatibile con l'obiettivo finale in termini di inflazione. **In particolare**, la strategia di *inflation targeting* della politica monetaria la banca centrale definisce un tasso di inflazione obiettivo. In forma pubblica le autorità di politica monetaria annunciano quale sia l'obiettivo inflazionistico e l'orizzonte temporale nel quale si prefigge realizzarlo. Un elemento essenziale è la trasparenza, la banca centrale si impegna a fornire informazioni pubbliche sulla sua strategia e su come raggiungerà l'obiettivo prefissato, aumentando così anche la sua credibilità e riducendo l'incertezza per il futuro.

scelta tra regole “rigide” e regole “discrezionali” è essenzialmente una scelta che si lega ad una assunzione riguardante la stabilità dell’economia, ed in particolare del mercato monetario.

La Banca centrale nella scelta degli obiettivi intermedi e quindi della strategia di politica monetaria, deve considerare i trade-off fra gli obiettivi che può controllare con precisione e quelli correlati con gli obiettivi finali.

Ora, ci si muove diversamente rispetto al passato, dove le Banche centrali assumevano una strategia nota come *interest rate targeting*, vale a dire fissavano un obiettivo intermedio di tasso di interesse basso e costante, perdendo però il controllo della quantità di moneta in circolazione; attraverso questa strategia la Banca centrale comprava titoli al prezzo corrente e aumentava l’offerta di moneta. Ciò ha portato all’aumento dei tassi di inflazione e quindi tale strategia è stata abbandonata per poter inserire quella del *monetary targeting*.

Essa si fonda sull’annuncio di un obiettivo di crescita di un aggregato monetario, sulla base di due importanti ipotesi: esiste una relazione stabile fra il tasso di crescita dell’offerta monetaria ed il tasso di inflazione nel medio-lungo termine e gli strumenti di controllo monetario in mano all’autorità monetaria permettono il controllo dell’offerta di moneta in un orizzonte temporale ristretto.

1.3 IL SISTEMA EUROPEO DELLE BANCHE CENTRALI (SEBC) E LA BCE

Poniamo ora l’attenzione sul sistema europeo delle banche centrali (da qui in avanti SEBC) e sulla BCE, mostrando come esso contribuisce all’indipendenza delle banche centrali.

Il SEBC è la realtà posta al vertice del sistema creditizio europeo; si tratta di una realtà complessa in quanto il sistema europeo è composto da tanti mercati, e a livello monetario si verificano gradi di aggregazione differenti. In effetti, nell’ambito europeo ci sono paesi che hanno accolto l’euro ed altri che, pur essendo entrati nell’unione europea, hanno preferito mantenere la propria moneta. In sostanza, tale sistema accoglie tutte le Banche Centrali di ciascun paese europeo, tenendo conto che all’interno di questa struttura non c’è un’uniformità operativa proprio per la differenziazione della moneta di conto prescelta.

Ciò ha portato alla creazione di un sottosistema all’interno dello stesso SEBC, il cosiddetto EUROSISTEMA, che raggruppa ed elenca le Banche Centrali rappresentanti i paesi che hanno assunto l’euro come moneta di riferimento, e dunque, le attuali 15 banche europee.

D'altra parte, essendoci paesi che non hanno aderito all'eurosistema, il SEBC risulta essere un sistema complesso, dal momento che ci sono due diversi livelli di potere decisionale. In sostanza, le decisioni in termini di politica monetaria e molto altro sono prese dall'Eurosistema, gli altri paesi non sono esclusi da queste decisioni, ma sono considerati semplici ORGANISMI DI CONTROLLO.

L'organismo rappresentativo dell'unità decisionale dell'eurosistema è dunque la Banca Centrale Europea; in effetti, al fine di prendere le decisioni, le Banche Centrali dell'eurosistema si riuniscono intorno ad un tavolo, grazie ai loro governatori, formando un organismo istituzionale che è proprio la Banca Centrale Europea. Pertanto, tale organismo si costituisce attraverso la costituzione di un capitale al quale partecipano tutte le singole Banche Centrali Nazionali.

La gestione a livello centrale è di tipo cooperativo, ovvero tutti i governatori hanno lo stesso peso. Dunque, la BCE fa parte di un sistema ampio e complesso, il Sistema europeo delle Banche centrali, avviato nel 1999, costituito attualmente dalla stessa BCE e dalle Banche centrali nazionali (BCN) dell'Unione europea, e formato anche dai Paesi out nel SEBC, ovvero, da coloro che non hanno aderito all'UME.

Il SEBC è retto dagli organi direttivi della BCE, cui spetta la conduzione della politica monetaria dell'UME, e le BCN sono le sue braccia operative. Si è pensato di suggerire di *accentrare la responsabilità della politica monetaria dell'UME nella BCE*, tenendo conto in particolare di quanto accaduto nella fase iniziale del Federal Reserve System americano.

Infatti, tra il 1913 e il 1935 insorsero gravi conflitti tra gli organi e alcune Federal Reserve Banks, a causa dell'insoddisfacente precisazione dei poteri assegnati agli organi del sistema, tanto da indurre alcuni economisti (come Friedman e Schwartz) ad affermare che la Fed è stata incapace di affrontare adeguatamente la crisi del 1929 e la degenerazione di quest'ultima da una normale recessione nella Grande Depressione.

Pertanto, rendere centrale la conduzione della politica monetaria nella BCE è uno dei fattori che rendono possibile l'esistenza di un'unica politica monetaria in ambito UME. Nell'ambito organizzativo, si osserva che la BCE ha un **Comitato esecutivo** e un **Consiglio direttivo** e le loro decisioni sono prese a maggioranza semplice dei votanti; nel caso di parità il voto del presidente vale per due voti.

Relativamente al **Consiglio direttivo**, si rileva che, sulla base dell'art. 12 dello Statuto della BCE, esso adotta le decisioni necessarie al conseguimento degli obiettivi stabiliti nel Trattato di Maastricht e fissa gli obiettivi intermedi, i tassi di interesse di policy e l'offerta di riserve. Invece, l'attuazione della politica monetaria spetta al **Comitato esecutivo** sulla base delle

indicazioni e delle scelte operate dal Consiglio direttivo, dando le necessarie istruzioni operative alle singole BCN.

Nell'ambito della politica monetaria, si è assistito nel corso degli anni '90 al ruolo predominante delle Banche centrali, sfociato gradualmente nella creazione della BCE nel 1° giugno 1998, che è poi divenuta l'organismo sovrano incaricato dell'attuazione della politica monetaria per tutti i paesi membri dell'area euro.

Il Trattato di Maastricht del '92 e lo Statuto della BCE sanciscono che obiettivo primario ed esclusivo di tale istituzione è il perseguimento della **stabilità dei prezzi**; pertanto, le politiche economiche dell'Unione europea dovranno essere sostenute dalla BCE nella misura in cui ciò non porti pregiudizio alla stabilità dei prezzi.

Inoltre, la BCE deve assicurare il **buon funzionamento del sistema dei pagamenti**, in quanto esso è un presupposto fondamentale per un'efficace gestione della politica monetaria. Invece, la BCE non ha alcun ruolo di vigilanza prudenziale sul sistema bancario; si afferma quindi una netta separazione tra la responsabilità della politica monetaria e quella sulla stabilità del sistema bancario, facendo in modo di separare la prima da qualsiasi interferenza possa scaturire dalla seconda. Attribuendo alla BCE la sola funzione monetaria, né il Trattato di Maastricht, né lo Statuto possono affidare alla BCE alcuna "responsabilità" quale prestatore di ultima istanza (PUI).

Pertanto, si discute ampiamente dell'eventuale problema di come la BCE debba esercitare le funzioni di prestatore di ultima istanza nel mercato dei titoli pubblici. In effetti, nell'area dell'unione monetaria i governi nazionali emettono debito in una valuta "straniera", ovvero in una valuta sulla quale non hanno controllo.

Di conseguenza, non sono in grado di garantire agli investitori che essi dispongono della liquidità necessaria per ripagare i titoli emessi alla loro scadenza. L'assenza di questa garanzia fa sì che in tale zona, il mercato dei titoli pubblici sia esposto ad una potenziale crisi di liquidità.

Dunque, quando i problemi di solvibilità emergono per un Paese, i detentori dei titoli pubblici emessi da esso cominciano a venderli. Ciò favorisce un aumento del tasso di interesse nel Paese interessato alla crisi e questo può raggiungere un livello tale da rendere il Paese insolvente; inoltre, la crisi di solvibilità può contagiare altri paesi dell'unione monetaria, in particolare, quelli in cui i privati e le banche detengono un ammontare elevato di titoli del Paese insolvente. Ne può derivare nell'unione una vera e propria crisi sistemica.

Tutto ciò potrebbe essere prevenuto consentendo alla BCE di esercitare la *funzione di prestatore di ultima istanza nel mercato dei titoli pubblici*. È stato obiettato che qualora la BCE esercitasse questa funzione si avrebbe:

1. un rischio di inflazione \implies vi sarebbe un'immissione eccessiva di moneta nel sistema;
2. conseguenze fiscali \implies la BCE, se acquista titoli pubblici di un Paese che si rivela poi insolvente, va incontro a perdite in conto capitale. Questa osservazione assume un rilievo differente, poiché la BCE detiene in titoli pubblici una quota del proprio attivo inferiore rispetto alla Fed e alla Banca d'Inghilterra;
3. il rischio di *moral hazard*² \implies la BCE come prestatore di ultima istanza, porterebbe i governi nazionali a emettere un elevato ammontare di debito. Il modo in cui si può prevenire questo rischio è quello di imporre ai governi regole stringenti all'emissione di debito.

² Il moral hazard nella sua definizione macroeconomica è l'assunzione, da parte di un soggetto o di un collettivo, di un rischio estremamente elevato, le cui eventuali conseguenze positive recano un vantaggio a chi ha assunto il rischio, mentre le eventuali conseguenze negative ricadono su terzi. Dunque, l'azzardo morale implica una presa di rischio passibile di essere ritenuto eccessivo a fronte del disallineamento degli effetti del rischio stesso, ciò sta ad indicare che vi sono due possibili effetti, uno positivo che si traduce in vantaggi immateriali o profitti che rimangono strettamente privati, i possibili effetti negativi si traducono in perdite o costi destinati ad altri. Quando le perdite gravano su un collettivo, per esempio sullo Stato, si parla di socializzazione delle perdite. Un caso tipico è la possibile tendenza, da parte di alcuni operatori economici, a un'eccessiva esposizione al rischio in presenza di una politica di salvataggio dal fallimento, o nella convinzione – fondata su precedenti storici e/o sulla previsione di effetti socioeconomici maggiori dovuti all'eventuale fallimento – che una tale politica sarà attuata. Non a caso, il primo dibattito pubblico riguardante la possibilità di moral hazard da parte degli operatori economici, attorno al 1920, è parallelo all'introduzione di sistemi assicurativi per le banche.

2. EMERGENZA SANITARIA-ECONOMICA 2020

2.1 L'AVVENTO DEL COVID-19

L'avvento del Covid-19 si registra il 31 dicembre 2019³. Le prime indagini fanno emergere che i primi contagi si riscontrano tra i frequentatori assidui del mercato Huanan Seafood Wholesale Market a Wuhan e per tale motivo questo mercato viene quasi subito chiuso; l'ipotesi è che il contagio possa essere stato causato da qualche prodotto di origine animale venduto nel mercato stesso.

Al contempo, le autorità cinesi informano l'OMS (Organizzazione mondiale della Sanità) della presenza di un virus "nuovo", che provoca polmonite e non se ne conosce l'origine, ovvero, non deriva da nessun ceppo influenzale già esistente. Poi, si giunge alla scoperta che trattasi di coronavirus, appartenente alla stessa famiglia di cui fanno parte l'influenza, la Sars e la Mers.

Inizialmente si suppone che il virus si sia trasmesso da un animale all'uomo; il 21 gennaio l'OMS però annuncia che il virus si trasmette da uomo a uomo e si comincia così la corsa per evitare il diffondersi della malattia. Il governo cinese, nel frattempo, decide di isolare la città di Wuhan, dove il tutto è cominciato; nonostante ciò, la malattia è ormai propagata e si registrano i primi casi anche nei paesi limitrofi alla Cina. L'epidemia arriva anche in Europa. Il 30 gennaio 2020 si ha notizia dei due primi casi in Italia: due turisti cinesi ricoverati in isolamento all'ospedale Spallanzani di Roma. Ben presto arriva l'annuncio dell'ex premier Conte di chiudere il traffico aereo da e per la Cina e l'OMS dichiara al tempo stesso "l'emergenza sanitaria pubblica di interesse internazionale".⁴

Da lì a poco si viene a conoscenza del primo caso di coronavirus nel Lodigiano, un trentottenne residente a Codogno, denominato il paziente 1, e nel giro di poche ore si registrano altri casi di positività, che portano necessariamente ad una importante decisione: molti comuni tra Lombardia e Veneto diventano "zone rosse", con un divieto di accesso e di allontanamento dal comune di residenza e la sospensione di ogni tipo di manifestazione, di eventi e di ogni forma di riunione in luogo pubblico o privato, anche di carattere culturale. Il virus che ci sembra lontano è ormai approdato in Italia, costringendo il governo ad attuare delle misure di prevenzione.

³ Link di riferimento [La storia del coronavirus dall'inizio \(ilssole24ore.com\)](https://www.ilssole24ore.com)

⁴ Link di riferimento: <https://www.utopialab.it/report-analysis/cronologia-del-coronavirus/>

Il 4 marzo, infatti, il governo decide la chiusura di scuole e università in tutta Italia fino al 15 marzo; successivamente arriva il decreto che prevede l'isolamento della Lombardia che diventa zona rossa. La data che tutti ricordiamo è quella del 9 marzo, quando in collegamento da Palazzo Chigi il Premier Conte annuncia di aver esteso le misure di contenimento, già prese per la Lombardia, in tutto il paese: l'Italia diventa "zona protetta". Inizia il lockdown.

Con il nuovo decreto Dpcm 9 marzo 2020, entrato in vigore il giorno successivo, si può uscire di casa solo per comprovate ragioni di necessità, quali fare la spesa, esigenze lavorative, per motivi di salute sempre muniti di autocertificazione. Si susseguono decreti su decreti e si arriva ad avere una luce di speranza il 26 aprile, un nuovo annuncio da parte del Premier: parte la fase 2. Riaprono la maggior parte delle attività produttive, ma i negozi, le attività artigianali dovranno attendere il 18 maggio. Restano in vigore le stesse norme per quanto concerne la vita pubblica, distanziamento sociale, divieto di assembramento e obbligo di indossare la mascherina nei luoghi chiusi.

Il 3 giugno riaprono i confini regionali e gli italiani possono muoversi liberamente nel Paese. Nel periodo estivo si è assaporata la tanto attesa libertà fino all'arrivo della seconda ondata. In questa fase, come da nuovo DPCM, l'Italia si divide in 3 zone con diverse restrizioni che entrano in vigore dal 6 novembre. Pochi giorni dopo si arriva alla messa in atto del vaccino per il coronavirus messo a punto dall'azienda farmaceutica Pfizer e BioNTech con un'efficacia del 90%. Tra favorevoli e contrari, il 27 dicembre in Italia inizia la campagna vaccinale anti Covid-19, vedendo uno spiraglio di luce per il nuovo anno.

Non si tratta più solo di una crisi sanitaria, ma questa è divampata in una crisi economica senza precedenti; la preoccupazione delle conseguenze economiche globali a causa del virus investe i mercati finanziari. Di fatto molti Paesi per contrastare l'epidemia da coronavirus hanno optato per il lockdown, chiudendo tutti gli esercizi non essenziali, e mettendo a duro repentaglio i lavori di questi ultimi.

2.2 CRISI ECONOMICA: IL RUOLO DELLE BANCHE CENTRALI

In tale contesto, l'economia dell'area euro è scivolata in una profonda recessione iniziata lo scorso anno e culminata all'inizio del 2021, con i rigidi lockdown in tutta l'Europa, che hanno provocato la chiusura di moltissime imprese ed hanno reso i consumatori "parsimoniosi" nei

propri consumi. In effetti, i dati rilevati in alcuni dei suoi maggiori paesi membri, evidenziano quanto l'UE sia indietro nella ripresa pandemica.

➤ **PIL**

La produzione *nell'area euro* è scesa dello 0,6% nel primo trimestre 2021, *nell'UE* dello 0,4%, ed è diminuita molto di più in Germania, arrivando ad una riduzione del pil pari a quasi il 2%.

Al contrario, gli USA hanno rilevato un importante aumento annuo, pari a circa il 6,4%, sostenuto da un aumento notevole dei consumi delle famiglie. Tali ribassi seguono quelli del quarto trimestre 2020 (-0,7% *nell'area euro* e -0,5% *nell'UE*) avvenuti dopo un importante rimbalzo nel trimestre precedente (+ 12,5% *nell'area euro* e + 11,7% *nell'UE*) e le riduzioni più marcate rilevate nel secondo trimestre 2020 (-11,6% *nell'area euro* e -11,2% *nell'UE*).

Nello specifico si osserva che il Portogallo ha registrato la riduzione maggiore rispetto al trimestre precedente (-3,3%), seguito da Lettonia (-2,6%) e dalla Germania (-1,7%), mentre la Lituania (+ 1,8%) e la Svezia (+ 1,1%) sono i paesi che hanno registrato gli incrementi più alti.

➤ **DISOCCUPAZIONE**

Il tasso di disoccupazione dell'*area euro* ha evidenziato una variazione dell'8,1% a marzo 2021, e dunque in lieve calo rispetto all'8,2% di febbraio e in aumento rispetto al 7,1% dello stesso mese del 2020. Invece, *nell'UE* il dato di marzo 2021 è stato di 7,3%, anch'esso in lieve calo rispetto al 7,4% del mese precedente e in rialzo rispetto al 6,4% del marzo 2020.

Occorre evidenziare un importante dato: Eurostat ha stimato che circa quindici milioni di uomini e donne *nell'UE*, di cui tredici milioni *nell'area euro*, fossero disoccupati nel mese di marzo 2021.

Quindi, rispetto al mese precedente, il numero di disoccupati è diminuito di 237.000 *nell'UE* e 209.000 *nell'area euro*, e se facciamo un confronto temporale annuo, si osserva che rispetto al mese di marzo 2020, la disoccupazione è aumentata di circa 2 milioni *nell'UE* e di circa 1,6 milioni *nell'area euro*. Nel mese di aprile 2021, in Europa gli under 25 senza lavoro sono stati il 17,1%.

➤ **INFLAZIONE IN AUMENTO SPINTA DALL'ENERGIA**

In tale ambito, i prezzi al consumo sono dei veri e propri osservati speciali. In effetti, si rileva che l'inflazione annua *nell'area euro* dovrebbe essere pari a circa l'1,6% nell'aprile 2021,

e dunque in aumento rispetto al dato del mese precedente, che si attestava intorno all'1,3%, secondo una stima effettuata da Eurostat.

Nello specifico, gli analisti prevedono che l'energia registrerà il tasso annuo più elevato a maggio-giugno (circa il 10%, rispetto al 4,3% del mese di marzo), seguito dai settori che invece vedranno una lieve riduzione, come quello dei servizi (0,9%, rispetto all'1,3% di marzo), alimentari, alcol e tabacchi (0,7%, rispetto all'1,1% di marzo) e beni industriali non energetici (0,5%, rispetto allo 0,3% di marzo)⁵.

In tale contesto, le banche centrali delle maggiori economie hanno adottato misure straordinarie intervenendo con azioni di politica monetaria. La BCE, la Fed e la Bank of England (BoE), hanno introdotto numerosi ed importanti strumenti a propria disposizione, in modo da attenuare l'impatto da Covid-19; tra essi, i più utilizzati sono stati l'acquisto di titoli, il taglio dei tassi e le linee di credito.

2.3. BCE, FED E BoE: MISURE A SOSTEGNO DELL'ECONOMIA

Agli albori della pandemia le banche centrali sono intervenute subito sui tassi di interesse azzerandoli, in modo da fornire un immediato supporto al sistema finanziario. Nella prima fase della crisi, la Federal Reserve è intervenuta in diversi momenti, portando i tassi di interesse dall'1,75% allo 0% (0-0,25% il range di riferimento della banca centrale statunitense), a cui hanno fatto seguito praticamente tutte le banche centrali delle economie avanzate, dalla Bank of England alla Bank of Canada, passando per la Reserve Bank of Australia e per la Reserve Bank of New Zealand, nonché la People Bank of China (ovvero la banca centrale cinese). La BCE, in questo caso non è intervenuta avendo già tassi di interesse allo 0% e di depositi negativi a -0,40%.⁶

La fase due delle banche centrali è stata caratterizzata dall'immissione di liquidità aggiuntiva ai sistemi bancari. La BCE ha effettuato due immissioni di denaro attraverso il **Pandemic Emergency Purchase Programme (Pepp)** da 750 miliardi di euro, all'inizio dell'esplosione della pandemia, a cui si sono aggiunti altri 600 miliardi a giugno, per un totale di 1.350 miliardi di euro, per poi aumentare di altri 500 miliardi a dicembre, al fine di contrastare il crollo del Prodotto Interno Lordo, sceso dell'8,9% nel 2020⁷.

⁵ Link di riferimento: [Europa: PIL ancora in calo, quale ripresa aspettarsi? \(money.it\)](#), 30 aprile 2021

⁶ Link di riferimento: [Gli strumenti finanziari delle Banche Centrali: tassi e Qe per arginare la crisi Coronavirus - Pictet per Te \(am.pictet\)](#)

⁷ Link di riferimento: [Istat: -8,9% Pil Italia nel 2020. Pressione fiscale al 43,1% - Economia - ANSA](#)

Altre misure intraprese dalla BCE sono il taglio di 50 punti base dei tassi di interesse sul **Tltro3**⁸, acronimo inglese di **Targeted Longer-Term Refinancing Operations**, ovvero, operazioni mirate di finanziamento a più lungo termine. Attraverso tale strumento la BCE è in grado di fornire alle banche prestiti agevolati, al fine di immettere liquidità nell'economia reale dei vari Paesi europei. Ciò sta ad indicare che le aste di liquidità di giugno 2020 sono state più convenienti delle precedenti. Successivamente sono state introdotte nuove operazioni, le **Peltro (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations)**⁹, dal nome stesso si evince che sono operazioni nate proprio per rispondere alla pandemia.

In effetti, secondo quanto affermato dalla Banca d'Italia "A dicembre 2020, nell'ambito di un'ampia rimodulazione degli strumenti di politica monetaria, la dotazione del PEPP è stata incrementata di ulteriori 500 miliardi di euro, a 1.850, l'orizzonte degli acquisti netti è stato esteso almeno sino alla fine di marzo 2022 e il reinvestimento del capitale derivante dai titoli in scadenza è stato prolungato almeno sino alla fine del 2023.

Il nuovo programma (PEPP) è commisurato alle caratteristiche dello shock che ha colpito l'intera area dell'euro ed è concepito per allentare ulteriormente l'orientamento generale della politica monetaria, evitare fenomeni di frammentazione e preservare la piena trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area. L'estensione dell'orizzonte degli acquisti netti e dei reinvestimenti contrasta le forti e prolungate ricadute della pandemia sulle prospettive di crescita e inflazione nell'area dell'euro, fornendo uno stimolo monetario più duraturo¹⁰."

⁸ Rispetto alle operazioni precedenti, i requisiti di accesso alle TLTRO3 risultano modificati come segue: l'ammontare complessivo di fondi a cui le controparti possono accedere è stato portato al 50% dello stock di prestiti dal 30% delle precedenti operazioni; contestualmente è stato ridotto il costo delle TLTRO prevedendo uno sconto di 25 punti base rispetto al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale (attualmente pari a zero); in via temporanea, infine, sono stati resi meno stringenti i criteri di idoneità applicabili alle attività utilizzate dalle banche come garanzie nelle operazioni di rifinanziamento con l'Eurosistema. Le banche italiane a marzo 2020 hanno partecipato alla nuova serie di TLTRO3 e al contempo hanno rimborsato anticipatamente i fondi ottenuti con la serie precedente TLTRO2. La liquidità ottenuta dagli istituti italiani nel corso della TLTRO3 è stata sostanzialmente in linea con quella rimborsata per le precedenti operazioni

⁹ Le nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine legate all'emergenza della pandemia (PELTRO) vengono condotte con cadenza mensile a partire da maggio 2020 e prevedono la piena aggiudicazione degli importi e un tasso di 25 punti base inferiore al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principale (attualmente pari a zero).

¹⁰ Link di riferimento: [Banca d'Italia - I programmi di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema \(bancaditalia.it\)](https://www.bancaditalia.it/programmi-di-acquisto-di-titoli-pubblici-e-privati-dell'eurosistema), 1° marzo 2021

Al riguardo, ci sembra opportuno esaminare brevemente gli strumenti operativi utilizzati dalla BCE, dalla FED e dalla BoE in tale ambito.

2.3.1. BCE: PROGRAMMA DI ACQUISTO DI EMERGENZA IN CASO DI PANDEMIA (PEPP) E PROGRAMMA DI ACQUISTO DI BENI (APP)

Nel marzo del 2020, proprio nel momento iniziale della pandemia, l'UE, al fine di fronteggiare tempestivamente l'emergenza, ha dato vita al cosiddetto **Pandemic Emergency Purchase Programme**, che tradotto significa "Programma di acquisto per l'emergenza legata alla pandemia".

Tale strumento è stato emanato dalla BCE e rimarrà in vigore sino alla fine di marzo 2022¹¹; esso sarà esclusivamente utilizzato in questa fase di emergenza e dunque, può essere considerato una sorta di paracadute per contrastare il tracollo economico provocato dalla pandemia e sostenere le economie dei vari paesi, profondamente colpite da tale fenomeno.

Attraverso il PEPP, arrivato a 1.850 miliardi di euro all'inizio del 2021, la BCE può acquistare titoli pubblici o privati¹² dei diversi stati, in rapporto alla percentuale di partecipazione delle proprie banche centrali nazionali nel capitale della BCE, anche se poi sono state apportate delle deroghe per favorire i paesi europei con maggiori difficoltà nell'ambito economico.

In sostanza, esso nasce come meccanismo necessario e fondamentale specie per quegli stati che presentano una minore stabilità da un punto di vista finanziario, e tra essi ritroviamo, purtroppo, anche l'Italia. In seguito, con il perdurare della pandemia, esso è divenuto uno strumento di fondamentale importanza anche per tutti gli altri stati membri dell'Unione Europea. In effetti, in mancanza di tale meccanismo, ci sarebbero state delle conseguenze economiche molto gravi, tra le quali, un innalzamento dello spread e del debito pubblico dei singoli paesi, mettendo enormemente a rischio la stabilità dell'intero sistema economico.

In realtà la BCE ha impiegato anche in passato tale forma d'intervento, in quanto essa ha il vincolo che permette di acquistare titoli con una scadenza minima di 70 giorni, e quindi riguarda bond che scadono in un periodo relativamente breve. Infatti, questo meccanismo d'intervento è iniziato attraverso il Quantitative Easing, quando Draghi era a capo della BCE, al fine di

¹¹ Link di riferimento: [Riunione BCE oggi: tassi e PEPP invariati, cosa ha detto Lagarde? \(money.it\)](https://www.money.it/riunione-bce-oggi-tassi-e-pepp-invariati-cosa-ha-detto-lagarde/), 22 aprile 2021

¹² Più precisamente, possono essere acquistati titoli di debito pubblico, ma sono previste delle importanti opzioni, tra le quali c'è anche quella di utilizzare tale strumento per l'acquisto di titoli di debito di quelle società che presentano un rating di non alta solvibilità.

controllare i tassi d'interesse e il rapporto tra domanda e offerta nell'anno in cui è iniziata la "crisi", ovvero nel 2008, durante la grave perturbazione economica che ha colpito duramente il sistema finanziario mondiale.

Dunque, il Pepp è l'evoluzione del suddetto strumento, ed è molto più flessibile, in quanto ha meno vincoli. Una breve analisi sul suo volume, ci permette di affermare che la Germania è stata la nazione che ha avuto il maggior acquisto di titoli, al secondo posto vi è l'Italia ed al terzo vi è la Spagna. Dalle ultime dichiarazioni di Christine Lagarde¹³, il Presidente della BCE, nei prossimi mesi sarà effettuato un numero maggiore di acquisti in vista di un possibile aumento dell'inflazione come conseguenza di una forte ripresa economica prevista per l'anno 2021.

Tutto ciò ci permette di comprendere come la BCE si stia sforzando per combattere la gravissima crisi economica che ha colpito tutti i paesi dell'UE, e per questo motivo sta attuando un cambiamento veramente radicale, soprattutto rispetto a quelle che sono sempre state le politiche strategiche delle Banche centrali.

Al riguardo, ci sembra interessante riportare le stime di crescita per quest'anno:

- ❖ relativamente al PIL, a livello Eurozona è prevista una crescita del 4% nel 2021, del 4,1% nel 2022 e del 2,2% nel 2023;
- ❖ relativamente all'inflazione, è previsto un incremento pari a +1,5% nel 2021, +1,2% nel 2022 e +1,4% nel 2023.

Ovviamente, tali dati potranno subire variazioni anche rilevanti, sulla base di ciò che sarà lo sviluppo e l'eventuale perdurare dell'epidemia.

Per ciò che riguarda le modalità operative del PEPP, si evidenzia che per gli acquisti di titoli del settore pubblico in tale ambito, l'allocazione di riferimento tra le varie giurisdizioni sarà la chiave di capitale dell'Eurosistema delle banche centrali nazionali. Contemporaneamente, gli acquisti saranno effettuati in modalità flessibile, in base alle condizioni dei mercati di riferimento e con l'importante obiettivo di evitare un peggioramento delle condizioni di finanziamento, che si rivelerebbe incoerente con la lotta alla pandemia, anche per ciò che riguarda il percorso previsto per l'inflazione.

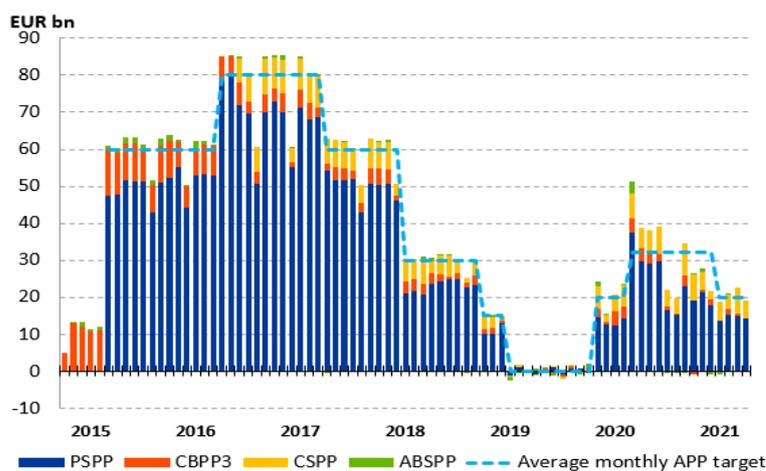
Il Consiglio direttivo terminerà gli acquisti netti di attività nell'ambito del PEPP una volta che la fase di crisi covid-19 sarà terminata, ma in ogni caso non prima della fine di marzo 2022. Va comunque precisato, che i pagamenti in conto capitale in scadenza sui titoli acquistati nell'ambito del PEPP, saranno reinvestiti almeno fino alla fine del 2023.

¹³Link di riferimento: [Riunione BCE oggi: tassi e PEPP invariati, cosa ha detto Lagarde? \(money.it\)](#), 22 aprile 2021

L'Asset Purchase Programme, ovvero il programma di acquisto di attività (APP) della BCE appartiene ad un “package” di strumenti di politica monetaria non standard, comprendente anche operazioni focalizzate sul rifinanziamento a più lungo termine ed avviato verso la metà del 2014, al fine di sostenere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e “somministrare” il giusto mix di politiche, fondamentale per riuscire a garantire la stabilità dei prezzi, obiettivo primario delle politiche europee.

Nell'autunno 2019 il Consiglio direttivo della BCE ha preso un'importante decisione ed ha affermato che “gli acquisti netti saranno riavviati nell'ambito del programma di acquisto di attività (APP) del Consiglio direttivo a un ritmo mensile di 20 miliardi di EUR a partire dal 1° novembre 2019. Il Consiglio direttivo si aspetta che si protendono per tutto il tempo necessario a rafforzare l'impatto accomodante dei suoi tassi di riferimento e termineranno poco prima che inizi ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE.”

Figura 1. Programma di Acquisto di Attività (APP)



Fonte: ECB¹⁴

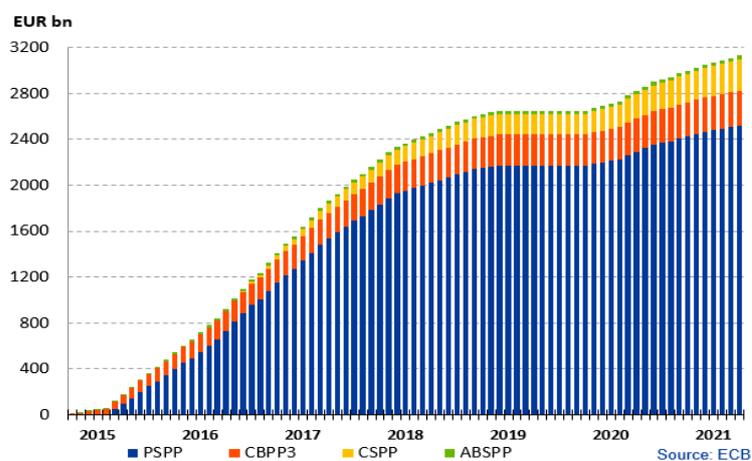
Il grafico evidenzia che gli obiettivi medi mensili di tale programma sono stati definiti per la prima volta nel marzo 2015 dal Consiglio direttivo della BCE all'inizio del Public Sector Purchase Program (PSPP). La dotazione aggiuntiva di 120 miliardi è stata decisa dal Consiglio direttivo all'inizio della grande pandemia, ed il 12 marzo 2020 è stata tracciata a titolo figurativo in questo grafico, con l'intenzione di attuarla pienamente seguendo i principi prestabiliti, ma di dotarla di grande flessibilità.

¹⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

Nel contempo, i reinvestimenti dei principali pagamenti dei titoli in scadenza acquistati nel programma del APP continueranno, per intero, per un arco di tempo abbastanza lungo, in modo da andare oltre la data in cui il Consiglio direttivo comincerà ad aumentare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso per tutto il tempo necessario a conservare le condizioni di liquidità ed un grado di accomodamento monetario favorevoli per il sistema.

Nello specifico, a fine aprile 2021 il titolo delle obbligazioni APP dell'Eurosistema si attestava a 3128 miliardi di EUR.

Figura 2. Acquisti Netti Cumulativi di APP



Fonte: ECB¹⁵

Relativamente ai rimborsi, va precisato che l'Eurosistema ha aderito fin dall'inizio all'importante principio della neutralità del mercato mediante ad una attuazione delle politiche agevole e flessibile. In tale contesto, il Consiglio direttivo ha deciso di distribuire nel corso del tempo il reinvestimento dei principali rimborsi, al fine di consentire una presenza regolare ed equilibrata della liquidità sul mercato.

2.3.2. FED: IL MAIN STREET LENDING PROGRAM

Passando ad esaminare il comportamento della **Federal Reserve**, si osserva che essa è intervenuta con diverse misure. Oltre a ridurre i tassi di interesse, ha varato diversi programmi finalizzati ad aumentare la liquidità a disposizione degli istituti di credito e a sostenere il credito a imprese e famiglie; essa ha inoltre avviato un nuovo programma di acquisti di titoli pubblici e di titoli cartolarizzati con sottostanti mutui (mortgage-backed securities).

¹⁵Link di riferimento: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

La Federal Reserve ha inoltre, un *Quantitative Easing* che da 700 miliardi di dollari è divenuto illimitato in poco tempo, a cui si è poi aggiunto un programma rivolto proprio ai cittadini e alle preservazioni di posti di lavoro denominato **Main Street Lending Program (MSLP)** da 600 miliardi di dollari. Il programma è progettato per mantenere il flusso di credito verso le piccole e medie imprese che erano in “buona posizione finanziaria” prima dell'inizio della crisi COVID-19, ma che ora sono sottoposte a stress estremo a causa del lockdown e della chiusura delle stesse imprese, derivanti dalle politiche governative statali e locali.

Analizziamo ora brevemente il Main Street Program. Nel luglio 2020 il volume delle richieste di prestiti accettati è aumentato ad un ritmo costante dopo l'avvenuto lancio operativo di Main Street, ha poi subito un rapido incremento nel mese di dicembre, in quanto sia i mutuatari che i finanziatori hanno chiesto l'accelerazione del programma, in vista della prevista chiusura di fine anno. Alla fine del **MSLP**, il volume totale accettato ammontava a \$ 17,5 miliardi (n. 1.830 prestiti), pari a circa la metà del volume complessivo che si verificava nel mese di dicembre. Nello specifico¹⁶:

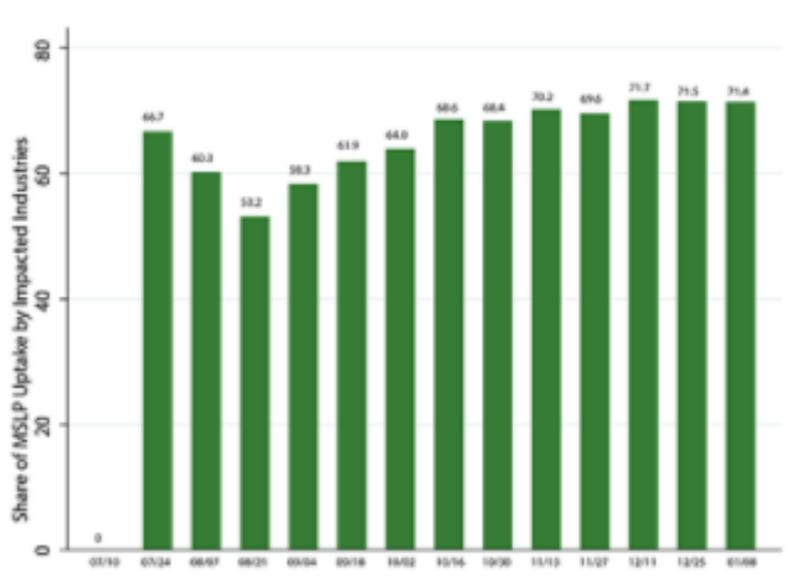
1. la maggior parte dell'attività si è focalizzata sui prestiti prioritari (i prestiti che permettono una leva finanziaria fino a 6 e il rifinanziamento del debito dovuto ad un altro prestatore), che ammontavano a \$ 12,9 miliardi (1.173 prestiti), e rappresentano il 74% dell'ammontare complessivo dei prestiti in essere;
2. altri 2,7 miliardi di dollari (n. 616 prestiti), ovvero, il 15,4%, del volume dei prestiti in essere, sono stati nuovi prestiti ed hanno consentito al mutuatario di far leva solo fino a 4. I restanti 1,8 miliardi di dollari (10,3%) del volume dei prestiti sono stati ampliati, con un numero pari a 26 prestiti, e con un valore medio del prestito pari a 69,4 milioni di dollari;
3. inoltre, occorre che tale attività sia limitata dal coefficiente massimo di leva finanziaria previsto dal programma (4 volte o 6 volte), piuttosto che dal limite massimo incondizionato dimensionale del prestito o dal limite massimo dimensionale dell'azienda, e ciò ha evidenziato una domanda di credito insoddisfatta soprattutto da parte delle piccole imprese;
4. infine, si osserva che l'assorbimento di Main Street è stato abbastanza diffuso, in particolare tra le imprese più colpite dalla pandemia di COVID-19: in testa, ci sono i settori “alloggio” e “servizi alimentari” (2,18 miliardi di dollari, pari a circa il 12,5 per cento), “manifatturiero” (1,71 miliardi di dollari, pari a circa il 9,8 per cento), “immobili, affitti e

¹⁶ Link di riferimento: [The Fed - Uptake of the Main Street Lending Program \(federalreserve.gov\)](https://www.federalreserve.gov/)

- leasing” (1,66 miliardi di dollari, pari a circa il 9,5 per cento) ed infine “estrazione mineraria, petrolifera e del gas” (1,47 miliardi di dollari, pari a circa l’8,4 per cento).
5. inoltre, sia il numero che l’entità dei prestiti nelle strutture no profit sono stati di piccole entità (circa 42 milioni di dollari in un totale di 15 prestiti);
 6. globalmente, Main Street ha visto la partecipazione di 2.453 mutuatari ed ha raggiunto una varietà di aziende diverse, tutte dotate di peculiari ed importanti caratteristiche. Le numerose imprese partecipanti erano tutte ben al di sotto del limite massimo di idoneità alle dimensioni di \$ 5 miliardi nei ricavi del 2019: il 99% dei prestiti (circa il 94% del volume) è stato preso da aziende che hanno rilevato in bilancio un EBITDA inferiore a \$ 50 milioni, evidenziando ricavi ben al di sotto del livello fissato;
 7. in ambito leva finanziaria, si rileva che la società media aveva un quoziente debito/EBITDA rettificato di 1,09 (mediana di 0,64) prima di ottenere un prestito Main Street ed un quoziente debito/EBITDA rettificato medio di 4,03 (mediana di 4,00), dopo aver ricevuto il prestito Main Street¹⁷. D’altra parte, calcoli simili effettuati nell’ambito di agevolazioni mostrano che numerosi prestiti delle aziende partecipanti sono stati limitati dal coefficiente massimo di leva finanziaria del programma (4 o 6), invece che dal limite massimo incondizionato di dimensioni in termini di prestito o dal limite massimo in termini di dimensione aziendale, che ha prodotto una domanda di credito insoddisfatta soprattutto da parte delle piccole imprese.

Figura 3. Adozione del Main Street Program

¹⁷ Se i prestiti prioritari sono stati utilizzati per rifinanziare il debito fornito da un altro prestatore, il coefficiente di leva finanziaria presentato al portale Main Street si basava sull’esclusione del debito che doveva essere rifinanziato.



Fonte: dati SPV MSLP, dati Covid-19 del New York Times; (<https://github.com/nytimes/covid-19-data>)

Il grafico evidenzia che alla fine del programma la maggior parte dei prestiti, ovvero quasi il 71% di tutti quelli di Main Street, è andato al settore industriale particolarmente colpito dal coronavirus; d'altra parte, l'assunzione da parte delle aziende gravemente colpite è stato di gran lunga elevato durante l'attuazione del programma. Inoltre, il grafico evidenzia sull'asse delle ascisse il periodo temporale, che ha inizio la prima settimana di luglio 2020 e termina la prima settimana di gennaio 2021. D'altro canto, l'asse delle ordinate mette in rilievo la percentuale di assorbimento cumulativo da parte delle imprese operanti nei settori maggiormente colpiti dal Covid, sulla base della classificazione del Centro di rischio di credito all'ingrosso.

2.3.3. BoE: ASSET PURCHASE FACILITY (APF), QUANTITATIVE EASING (QE) e COVID CORPORATE FINANCING FACILITY (CCFF)

Infine, una breve analisi della **Bank of England (BoE)** evidenzia che essa ha adottato una serie di importanti provvedimenti, in particolare dal lato della politica monetaria convenzionale, riducendo per ben due volte il Bank Rate, portandolo allo 0,1%, mentre prima della pandemia i tassi erano fissati allo 0,75%.

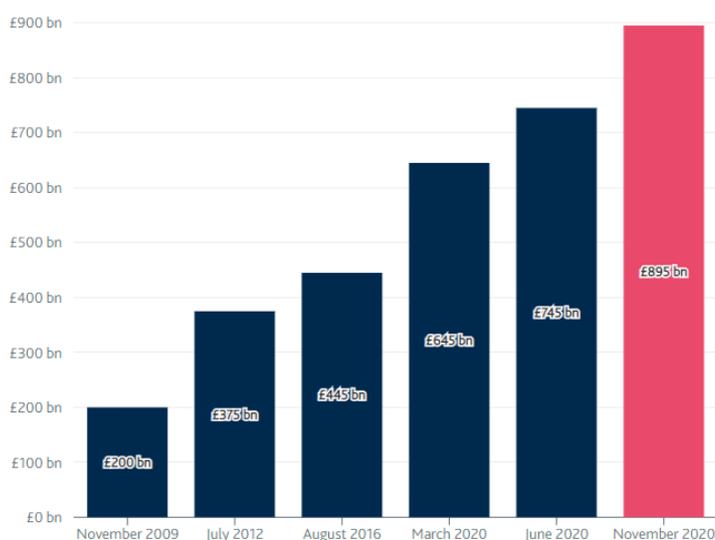
La BoE ha inoltre disposto un incremento di 200 miliardi di sterline degli acquisti di titoli sul mercato, tramite l'esistente **Asset Purchase Facility**, portando il totale a 645 miliardi di sterline nel marzo 2020; successivamente il **Comitato di politica monetaria (MPC)** ha

annunciato un'espansione di 150 miliardi di sterline, per portare lo stock totale di acquisti di titoli di Stato a 895 miliardi di sterline nel novembre 2020¹⁸.

Inoltre, va precisato che la maggioranza degli acquisti riguarda titoli governativi britannici e l'incremento del Quantitative Easing equivale a circa cento punti base di riduzione del tasso di policy. La BoE ha completato la sua azione attraverso importanti misure macroprudenziali; in particolare, ha disposto la riduzione del *countercyclical* puntando sulla green economy.

Relativamente a tali operazioni finanziarie, il grafico sottostante illustra i vari cicli di *Quantitative Easing* dalla loro prima realizzazione ad oggi, mostrando come gli acquisti di obbligazioni si sono costruiti nell'arco temporale che va dal 2009 al 2020. Inoltre, si può notare come il QE ha subito un ingente incremento dallo scoppio della pandemia da Covid-19, proprio al fine di dare un importante contributo al sistema economico inglese.

Figura 4. L'incremento del Quantitative Easing nell'UK



Fonte: Banca d'Inghilterra

In parallelo alle politiche monetarie adottate direttamente dalla BoE per sostenere l'economia inglese nel periodo pandemico, anche l'HM Treasury¹⁹ il 17 marzo 2020, ha annunciato un set di misure rivolte a supportare le aziende duramente colpite dal Coronavirus.

¹⁸Link di riferimento: [Asset Purchase Facility Quarterly Report - 2021 Q1 | Bank of England](#), 26 aprile 2021

¹⁹ L'HM Treasury, ovvero Her Majesty's Treasury, tradotto "Il Tesoro della Sua Maestà", è un Dipartimento governativo del Regno Unito responsabile per lo sviluppo e l'esecuzione delle politiche di finanza pubblica e della politica economica del governo britannico.

Il Cancelliere ha illustrato un package di misure temporanee, tempestive e fortemente mirate a sostegno dei pubblici servizi, degli individui e delle aziende nel periodo di interruzione dovuta al Covid-19. Tra queste misure va ricordato lo strumento comune di prestito HM Treasury e Banca di Inghilterra, denominato **Covid Corporate Financing Facility (CCFF)**. Esso è stato progettato per sostenere la liquidità tra le imprese di maggiori dimensioni, aiutandole a “riempire” i vuoti dei loro flussi di cassa generati dall’interruzione produttiva da coronavirus, mediante l’acquisto di debito a breve termine sotto forma di carta commerciale (CP)²⁰.

Il **CCFF** ha chiuso ai nuovi acquisti il 23 marzo 2021 come previsto. Durante la sua breve vita, il CCFF ha raggiunto con successo il suo importante obiettivo di alleggerire le pressioni sui flussi di cassa delle imprese generate dalle perturbazioni economiche conseguenti alla pandemia di Covid-19.

A livello operativo, il CCFF ha proceduto ad acquistare CP da società che erano di investment grade prima dell’interruzione covid iniziata nel mese di marzo 2020; dunque, prestando in modo diretto alle grandi aziende, il CCFF ha dato un’ampia protezione agli spazi delle banche, che hanno potuto continuare a concedere prestiti alla più ampia popolazione imprenditoriale, integrando così altri strumenti della Banca d’Inghilterra e del governo come il **TFSME**²¹ e il **CLBILS**²².

In sostanza, il CCFF ha prestato oltre £ 37 miliardi a 107 diverse aziende tra marzo 2020 e marzo 2021, raggiungendo un picco di emissione nella modalità operativa di oltre £ 20 miliardi a maggio 2020. Inoltre, occorre ricordare che il CCFF aveva approvato ben 85 miliardi di sterline oltre i limiti di indebitamento a più di 230 aziende, e le società ammissibili del CCFF hanno 2,5 milioni di posti di lavoro.

In ogni caso, sebbene sia ormai chiuso per nuovi acquisti, il CCFF continuerà a detenere il documento commerciale delle imprese fino alle scadenze finali di marzo 2022, e tutto ciò darà sicuramente un grande contributo al sistema economico inglese.

²⁰ In tale contesto i candidati per poter beneficiare del regime, devono: dare un contributo materiale nel Regno Unito; essere valutato come investment grade (o equivalente) al 1° marzo 2020; non essere regolamentato da PRA o FCA; non essere un’impresa pubblica; ed infine non essere un veicolo di investimento con leva finanziaria

²¹ Il TFSME, il regime di finanziamento a termine con incentivi aggiuntivi per le PMI. In sostanza il TFSME offrirà, nei prossimi 12 mesi, un finanziamento quadriennale di almeno il 10% dello stock di prestiti dell’economia reale dei partecipanti a tassi di interesse bassi o molto vicini al tasso bancario. Saranno disponibili ulteriori finanziamenti per le banche che aumentano i prestiti, in particolare alle piccole e medie imprese (PMI).

²² Il Coronavirus Large Business Interruption Loan Scheme (CLBILS) è stato progettato per facilitare l’accesso ai finanziamenti per le medie e grandi imprese colpite dall’epidemia di coronavirus.

3. SCENARI FUTURI: MISURE PER USCIRE DALLA CRISI ECONOMICA DEL 2020

3.1 PREMESSA

Avendo passato un anno difficile, dominato dalla pandemia e da continue incertezze dal punto di vista economico, occorre considerare alcuni fattori di rilevanza strategica, tra i quali emergono come i più importanti:

- 1) l'impatto e la durata dei continui lockdown e del conseguente danno alle economie;
- 2) la scala e la struttura delle politiche di stimolo economico attuate durante la crisi sanitaria;
- 3) la rapidità e l'efficacia dello sviluppo e della distribuzione in tutto il mondo di un vaccino efficace.

Analizzandoli nel dettaglio, rispetto al primo punto si può affermare che l'impatto dell'epidemia e dei lockdown si è fatto sentire soprattutto nella popolazione in generale, e ancor più su quella anziana, specie per ciò che concerne la mortalità della malattia in sé, ma si è fatto molto sentire anche nel settore dei servizi in generale, e in particolare, sulle attività che richiedono la presenza in prima persona, come tutto il comparto della ristorazione, del turismo e del settore estetico.

Rispetto al secondo punto (politiche economiche), va osservato che alcune di queste economie hanno subito danni rilevanti e purtroppo, rischiano di subire danni permanenti (i c.d. "scarring effect"), a causa dei quali, dopo la pandemia, una parte dei posti di lavoro o delle capacità necessarie in epoca pre-pandemica non riceverà più lo stesso grado di domanda. Come già osservato in precedenza le misure di contenimento attuate dagli organi governativi nazionali ed europei, attraverso adeguate politiche monetarie e fiscali, sono state fondamentali e considerate dagli economisti di gran lunga ottimali. Al riguardo, secondo il presidente della Fed "le misure governative miranti ad attutire il colpo assestato dalla pandemia hanno raggiunto l'iperbolica cifra di 12 trilioni di dollari USA in tutto il mondo"²³.

Rispetto all'ultimo punto, va sottolineata l'importanza vitale del "vaccino", realizzato in tempi veramente brevissimi e con un grado di efficacia molto alto (Pfizer e Moderna oltre il 90%), anche se si afferma, con un certo grado di incertezza, che per mantenere l'immunità occorre più

²³ Link di riferimento: [Prospettive economiche globali per il PDF Download gratuito \(docplayer.it\)](https://www.docplayer.it/Prospettive-economiche-globali-per-il-PDF-Download-gratuito/)

di una dose. Dunque, in prospettiva, la ripresa del settore dei servizi in tutto il mondo dipenderà dallo sviluppo della campagna vaccinale, sia per dare una sorta di immunità di gregge, sia per infondere nei cittadini di tutto il mondo un generale senso di fiducia e quindi, incentivarli a riprendere una vita sociale con aperture locali, ma anche internazionali.

Nelle economie sviluppate, una volta controllata l'epidemia, sarà molto più forte la ripresa anemica, inferiore alla media, registrata dopo la crisi finanziaria globale (GFC). Grazie all'incoraggiamento delle autorità monetarie e regolatorie, l'aggregato monetario e il credito hanno in linea di massima registrato una crescita robusta nelle economie primarie. Questo spiega la grande esuberanza dei mercati azionari e immobiliari. Ciò si traduce in una forte crescita della spesa, che però avverrà solo una volta ampiamente superati incertezze e distanziamento sociale.

3.2 IL RUOLO DELLA FED: REALTA' E UN POSSIBILE SCENARIO

In merito alle prospettive future la Federal reserve punta a mantenere, come già rilevato, i tassi di interesse compresi tra lo 0 e lo 0,25% e viene altresì confermato il programma di acquisto di obbligazioni. Inoltre, il presidente della Fed Jerome Powell ha dichiarato che “grazie ai progressi sui vaccini e al forte sostegno politico, gli indicatori dell'attività economica e dell'occupazione si sono rafforzati [...]”, tuttavia, “la crisi sanitaria in corso continua a pesare sull'economia e i rischi per le prospettive economiche rimangono [...]”, pertanto, “il percorso dell'economia dipenderà in maniera significativa dall'andamento della pandemia e dai progressi sulle vaccinazioni”.

Benché si assista ad un miglioramento dal punto di vista economico, rispetto alle aspettative negative del mese di marzo, la Fed non ha cambiato il proprio modus operandi, continuando la sua “lotta alla pandemia” attraverso le operazioni monetarie iniziate nel mese di dicembre, stabilendo le linee guida da seguire relative al QE, al fine di ovviare una possibile ricaduta economica dovuta al coronavirus. Va altresì aggiunto che tra queste vi sono “ulteriori progressi sostanziali” tutti indirizzati verso i macro-obiettivi di politica economica, ovvero, l'inflazione e l'occupazione, da realizzare prima di rimuovere gli acquisti mensili di bond.

In aggiunta, l'aumento dei posti di lavoro negli USA sta accelerando e la Fed ha in previsione il raggiungimento dell'obiettivo del 2% sul tasso di inflazione nel lungo periodo, in

modo che si possano ritirare dal mercato i 120 miliardi di dollari di acquisti mensili di obbligazioni e migliorare il tasso di interesse overnight.

Inoltre, durante la conferenza tenutasi lo scorso 28 aprile, il presidente della Fed ha ribadito che il **tapering**²⁴ è una soglia troppa alta per gli Stati Uniti, confermando una politica monetaria accomodante e rinforzando “l’impegno ad utilizzare la gamma completa di strumenti per sostenere l’economia degli Stati Uniti in questo momento difficile, promuovendo in tal modo i suoi obiettivi di massima occupazione e stabilità dei prezzi”. Secondo gli economisti, nonostante quanto affermato, i rischi sul futuro dell’economia statunitense sono ancora abbastanza elevati e, almeno nel breve/medio periodo, permangono.

Crediamo sia opportuno fare una considerazione delle condizioni finanziarie degli Stati Uniti, che sono sempre più prosperose e quindi indicano una possibile e rapida ripresa economica. In merito, il grafico sottostante mostra come il rialzo dei rendimenti non ha condizionato l’indice della Chicago University, la quale tiene conto di tutte le porzioni della catena di trasmissione della politica monetaria, risultando pari ai minimi segnati agli albori della pandemia registrato nell’ultima settimana di gennaio 2020. Da tale quadro, si evince come, in generale, l’insieme dei mercati appoggia pienamente l’orientamento della politica monetaria.

²⁴ Il **tapering** è una graduale riduzione delle attività delle banche centrali utilizzate per migliorare le condizioni per la crescita economica. Il ridimensionamento delle attività implica principalmente la variazione sui **tassi di interesse** e le aspettative degli investitori riguardo alle decisioni future sui tassi stessi da parte della banca centrale. Le attività che subiscono una graduale riduzione nel **processo di tapering** possono includere le attività delle banche centrali convenzionali, come la regolazione del tasso di sconto o degli obblighi di riserva, o attività non convenzionali, come il quantitative easing (QE). Le banche centrali possono utilizzare una serie di politiche volte a migliorare la crescita, bilanciando i miglioramenti a breve termine per l’economia con le aspettative del mercato nel lungo termine.

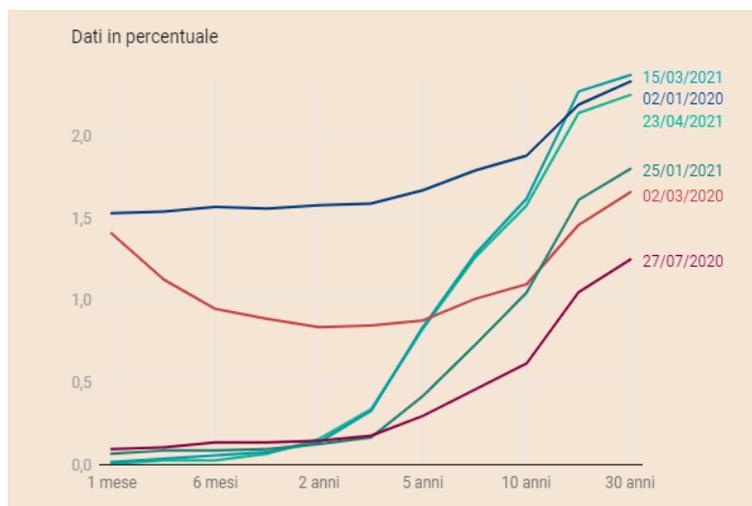
Figura 1. Indice della Fed di Chicago sulle condizioni finanziar



Fonte: Fred-St. Louis Fed

Dal punto di vista dei rendimenti, il secondo grafico mostra come, rispetto alle scorse settimane, si è registrato un arresto nell'incremento di questi ultimi, nonostante non vi sia stata alcuna variazione spontanea o stimolata dagli acquisti della Federal reserve, in quanto essa si preoccupa principalmente della parte breve della curva, giunta ormai al minimo di tutto il periodo pandemico. Momentaneamente la Fed può considerare normale il rialzo dei rendimenti a lunga scadenza, come naturale effetto delle migliori aspettative di crescita e di inflazione.

Figura 2. La curva dei rendimenti dal 2020



Fonte: U.S. Treasury Department

Al riguardo, ci sembra opportuno fare anche una breve considerazione sulle “aspettative inflazionistiche” statunitensi. “La frenata dei rendimenti trova un suo sostegno nel fatto che le aspettative di mercato di inflazione – per la Fed meno importanti però di quanto siano, o siano

state, per la Bce – non puntano all’“incendio” dei prezzi temuto da alcuni economisti. Hanno ormai tutte superato quota 2%, ma il nuovo obiettivo della banca centrale Usa – un livello “medio” del 2% “nel tempo” – permette che ci sia, dopo la lunga fase di bassa inflazione, un lungo periodo di moderato overshooting (tra il 2 e il 2,5%, niente di più). Le aspettative di più lunga durata e quelle dei breakeven a cinque anni sono calate, mentre quelle a dieci anni – sembrano volersi stabilizzare intorno al 2,1%, un livello intermedio tra le altre due misure (segno che i mercati credono in un temporaneo limitato surriscaldamento seguito da un graduale rientro verso l’obiettivo)”²⁵.

Figura 3. Aspettative di inflazione, misure di mercato



Fonte: Fred-St. Louis Fed

3.3 IL RUOLO DELLA UE

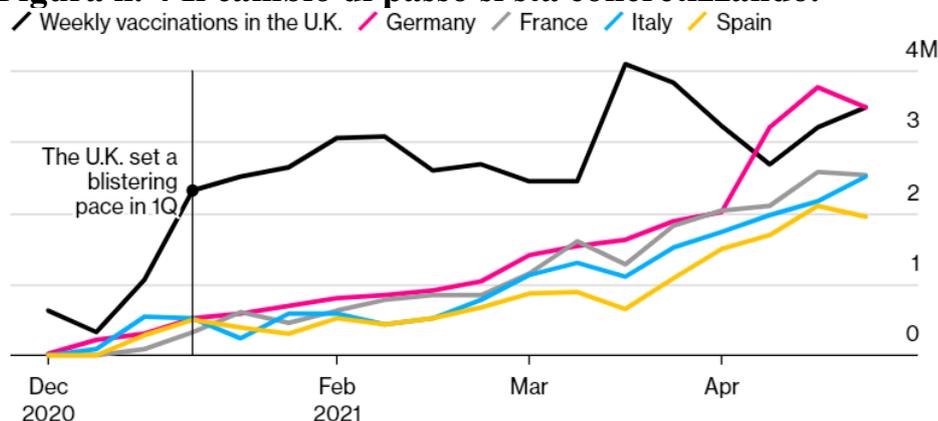
In questa fase della pandemia i paesi membri della UE, specialmente quelli della parte occidentale del continente, si stanno dirigendo verso un momento veramente critico nella lotta contro il coronavirus e le sue pesanti conseguenze socioeconomiche.

In effetti, i numerosi lockdown e le forti misure restrittive imposte nel periodo primaverile - e in parte ancora in corso - hanno avuto un impatto dirompente sull’economia e sull’aspetto psicologico degli individui. Proprio in tale contesto, si rileva che il primo trimestre 2021 ha confermato un pil al ribasso nelle stime, ma ora, grazie al cambio di rotta che ha portato ad un

²⁵ Link di riferimento: [Aspettando la ripresa: perché la Fed resterà immobile - Il Sole 24 ORE](#)

incremento esponenziale nel campo vaccinale²⁶, stanno emergendo nuove prospettive piuttosto ottimistiche, per le quali diviene prioritario allentare i blocchi e rilanciare le economie.

Figura n. 4 Il cambio di passo si sta concretizzando.



Fonte: grafico elaborato da Bloomberg/John Hopkins

Va rilevata l'importanza strategica del piano vaccinale, in quanto più vaccini significa, innanzitutto, avere una situazione sanitaria garantita e fuori dall'emergenza, ed in secondo luogo, significa dare una grande spinta all'economia. D'altra parte, fare in modo che le aziende riaprano e riprendano una gestione produttiva e relazionale con i propri stakeholder "quasi normale", porterà sicuramente ad uno slancio e ad uno stimolo importante per la crescita di tutto il sistema economico. E questa, è veramente un'esigenza prioritaria in Europa, dal momento che quasi tutti i paesi membri sono caduti in una doppia recessione alla fine del 2020, e ancor più all'inizio di questo anno.

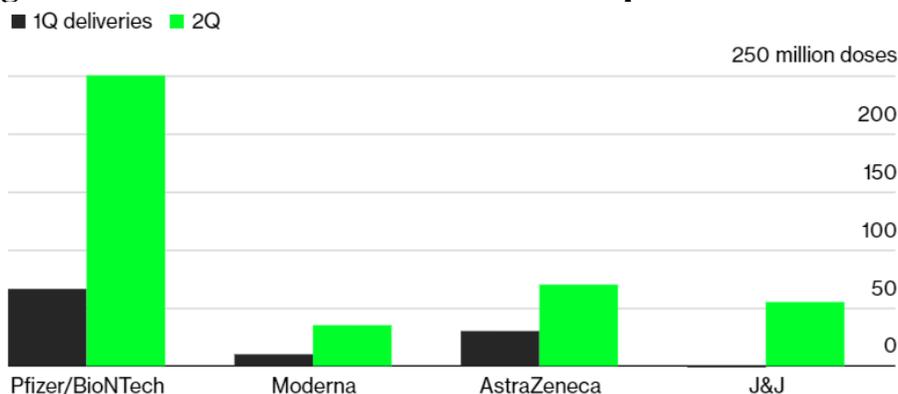
Pertanto, la normalità nella vita quotidiana e nelle attività commerciali aiuterà anche a salvare le numerose imprese, i posti di lavoro e i redditi che sono stati minacciati dai continui lockdown. A tal fine, diviene fondamentale il ruolo della campagna vaccinale che fino all'inizio della primavera è stata piuttosto travagliata, ostacolata dai rilevanti ritardi nelle forniture e conseguenti stop nelle somministrazioni²⁷.

²⁶ La **Germania** e l'**Italia** hanno somministrato un numero record di dosi questa settimana e la **Francia** scommette che le vaccinazioni più rapide porteranno a un graduale ritorno alla vita normale. In tutta l'Unione europea, c'è un crescente ottimismo sul fatto che **il peggio sia passato**, anche se le autorità continuano a combattere una terza ondata.

²⁷ La capacità di produzione di vaccini è raddoppiata ogni mese da gennaio, ha dichiarato il commissario europeo Thierry Breton. L'UE avrebbe dosi sufficienti per immunizzare completamente il 70% degli adulti entro la metà di luglio. Holger Schmieding, capo economista di Berenberg, ha commentato: "L'economia della zona euro ha raggiunto il minimo del doppio calo a febbraio...prevediamo un forte rimbalzo dell'attività da maggio in poi".

Finalmente, ormai le dosi di vaccini stanno affluendo e sono previste importanti consegne nell'UE, le quali dovrebbero quasi quadruplicare fino ad arrivare ad oltre 400 milioni di dosi nel secondo trimestre, guidate dal marchio Pfizer/BioNTech.

Figura 5. Proiezione sulle riforniture nel primo e secondo trimestre



Fonte: Commissione Europea

Passiamo ora ad esaminare brevemente una variabile macroeconomica di estrema importanza, l'INFLAZIONE, per la quale non è previsto dalla Bce un aumento significativo, dal momento che essa lascia invariati i tassi, ancorandoli fino a tutto il 2024.

D'altra parte, l'inflazione non preoccupa la Banca centrale europea, poiché si legge nelle minute relative alla riunione di politica monetaria tenutasi lo scorso 22 aprile: "l'accelerazione dell'indice dei prezzi al consumo nell'Eurozona non riflette ancora un aumento significativo delle aspettative di inflazione reali degli investitori". In effetti, nei documenti ufficiali dell'Eurotower si legge che "i tassi reali a lungo termine nell'area dell'euro sono rimasti sostanzialmente invariati dall'inizio del 2021".

Sempre nelle minute di Francoforte si legge, "ciò è stato anche il caso dei tassi reali a medio termine, particolarmente rilevanti per le condizioni di indebitamento delle imprese, che sono rimasti ai minimi storici o vicini ai minimi storici durante il recente selloff del mercato obbligazionario globale". Al riguardo, la Bce rileva: "questo suggerisce che le misure poste in

Con forniture più ampie e veloci, i Paesi UE si apprestano a vaccinare a ritmi elevati. In Europa la maggior parte delle nazioni ha somministrato almeno una dose al 20-25% della popolazione. Il grafico Bloomberg mostra che si sta velocizzando l'immunizzazione (in azzurro più scuro le maggiori percentuali di vaccinati): La Germania ha somministrato oltre 2 milioni di dosi in un periodo di due giorni questa settimana. Le vaccinazioni in Francia hanno subito un'accelerazione sostanziale. Circa il 22% della popolazione ha ricevuto almeno una dose e Macron ha promesso che tutti gli adulti disponibili saranno vaccinati entro la fine dell'estate. L'Italia ha somministrato giovedì 29 aprile quasi 500.000 dosi di vaccino, raggiungendo un obiettivo chiave fissato dal primo ministro Mario Draghi per allentare le restrizioni. Il generale Francesco Paolo Figliuolo ha affermato che il 60% degli italiani sarà vaccinato completamente entro metà luglio. In Spagna, il Governo mira a vaccinare il 70% della popolazione entro la fine di agosto.

essere sono state efficaci nell'isolare non solo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, ma anche la parte della curva a breve e medio termine”.

Relativamente ai rischi circa le prospettive di crescita dell'area euro, si può invece affermare che essi continuano ad essere proiettati al ribasso nel breve termine, mentre restano più equilibrati nel medio termine. Facendo sempre riferimento alle minute dell'ultima riunione della BCE, “i rischi al rialzo derivano da migliori prospettive per la domanda globale, supportate da un consistente stimolo fiscale, progressi più rapidi nelle campagne di vaccinazione e una riduzione più rapida del previsto dei risparmi delle famiglie una volta tolte le restrizioni sociali e sui viaggi”.

Tuttavia, secondo le recenti previsioni dell'Eurotower, le ultime ondate del coronavirus e la diffusione delle diverse mutazioni virali, insieme ad una più lenta introduzione del vaccino in fase iniziale, possono rappresentare reali rischi al ribasso per le prospettive di crescita nei trimestri futuri. Infine, in relazione alle aspettative sui tassi di interesse per i prossimi due anni, sempre nelle minute si legge che esse sono “rimaste invariate dalla riunione di politica monetaria di gennaio.

I mercati non prezzano alcuna variazione del tasso sui depositi fino al primo trimestre del 2024, e le aspettative sui tassi sono rimaste ben ancorate alla forward guidance della Bce”²⁸

3.4 IL RUOLO DELLA BoE

La Bank of England (BoE), nella sua periodica riunione di politica monetaria di inizio maggio, “ha **confermato l'attuale impostazione di politica monetaria**, giudicandola appropriata per raggiungere il target di inflazione del 2% e, contemporaneamente, sostenere la crescita e l'occupazione”²⁹.

Dunque, la BoE alza le proprie previsioni di crescita, lasciando invariati i tassi di interesse e portando la sua stima per l'incremento del Pil al 7.25% nel corso del 2021, rispetto all'inizio del suddetto anno, realizzando così una crescita pari a circa il 5%.

Il Monetary Policy Committee (MPC), nella riunione di inizio maggio ha votato all'unanimità per mantenere invariati i **tassi di interesse** che si attestano allo 0,1%, in modo da confermarli sui minimi storici. Inoltre, il Comitato ha ancora votato all'unanimità affinché la BoE conservi lo stock di **acquisti di obbligazioni corporate** finanziati mediante l'emissione di riserve da parte della banca centrale, a 20 miliardi di sterline.

²⁸ Link di riferimento: [Bce: l'aumento dell'inflazione non è significativo. Tassi ancorati fino al 2024 - MilanoFinanza.it](https://www.milanofinanza.it/it/analisi/2021/05/12/bce-l-aumento-dell-inflazione-non-e-significativo-tassi-ancorati-fino-al-2024/)

²⁹ Link di riferimento: [La Bank of England alza le previsioni di crescita. Invariati i tassi di interesse | Teleborsa.it](https://www.teleborsa.it/it/analisi/2021/05/12/la-bank-of-england-alza-le-previsioni-di-crescita-invariati-i-tassi-di-interesse/)

Nello specifico, il Comitato ha votato a maggioranza altamente qualificata per proseguire con il suo programma esistente di **acquisti di titoli di Stato** del Regno Unito, pari a 875 miliardi di sterline. In questo modo il QE viene conservato su un valore complessivo di 895 miliardi di sterline.

Nelle sue previsioni aggiornate per la crescita del Paese nel 2021, la Bank of England evidenzia che “il PIL del Regno Unito dovrebbe essere diminuito di circa l’1,5% nel primo trimestre del 2021, meno di quanto ipotizzato nel rapporto di febbraio. I nuovi casi Covid nel Regno Unito hanno continuato a diminuire, il programma di vaccinazione procede a ritmo sostenuto e le restrizioni all’attività economica si stanno allentando. Con questi sviluppi, il PIL dovrebbe aumentare notevolmente nel secondo trimestre del 2021, sebbene l’attività in quel trimestre rimarrà in media intorno al 5% al di sotto del suo livello del quarto trimestre del 2019. [...] Il PIL si riprenderà fortemente ai livelli pre-Covid nel resto di quest’anno, in assenza della maggior parte delle restrizioni all’attività economica interna”.

Di conseguenza, la BoE ha aggiornato le proprie prospettive di crescita per il 2021 al 7,25%, lievemente al di sopra delle aspettative degli analisti, i quali avevano stimato all’inizio di quest’anno un aumento del 5%. Negli anni successivi al 2021, il ritmo di crescita del PIL dovrebbe rallentare, anche se le stime diffuse attualmente sono più elevate rispetto alle previsioni di inizio anno.

Relativamente ai timori per un’inflazione in crescita, la Bank of England ha sottolineato che, nel suo scenario di fondo, **“l’inflazione salirà temporaneamente al di sopra dell’obiettivo del 2% verso la fine del 2021**, principalmente a causa dell’andamento dei prezzi dell’energia. Tuttavia, questi sviluppi transitori dovrebbero avere poche implicazioni dirette per l’inflazione nel medio termine. Nella proiezione centrale, condizionata dall’andamento del mercato dei tassi di interesse, l’inflazione tornerà intorno al 2% nel medio periodo”.

CONCLUSIONI

Il nostro lavoro di tesi ha posto l'accento sull'importanza delle banche centrali e delle loro politiche monetarie affrontando il problema della loro indipendenza e della correlata evoluzione nel tempo, si è poi trattato il tema degli obiettivi della BCE e dell'importanza del loro ruolo per ciò che riguarda le strategie di politica monetaria, andando anche ad analizzare brevemente il Sistema europeo delle banche centrali (SEBC).

Successivamente, si è passato ad analizzare l'emergenza sanitaria e soprattutto economica sorta nel 2020 a seguito dell'avvento del coronavirus. In tale ambito si è posto l'accento sull'arrivo del Covid-19, in particolare per ciò che concerne le sue implicazioni nell'ambito economico, di conseguenza, si è affrontato il problema della crisi economica e del rilevante ruolo assunto dalle Banche centrali. In merito a queste ultime, si è posta l'attenzione, in particolare sulla Banca centrale europea, sulla Federal reserve e sulla Banca d'Inghilterra, e sono state analizzate le loro importanti misure impiegate a sostegno dell'economia. Nello specifico, si è analizzato il ruolo svolto dalla BCE con i propri Programmi di Acquisto di Emergenza Pandemica (PEPP) e quello di Acquisto dei Beni (APP); si è poi passati ad analizzare il ruolo svolto dalla Fed e il suo Main Street Lending Program, per poi giungere ad analizzare l'importanza della BoE con le proprie misure a sostegno dell'economia, tra cui l'Asset Purchase Facility (APF), il Quantitative Easing (QE) ed infine lo strumento di prestito, denominato Covid Corporate Financing Facility (CCFF).

Infine, si è cercato di analizzare dei possibili scenari futuri, cosa alquanto difficile, ma si è tentato di prevedere quali possano essere le ipotetiche misure per uscire dalla crisi economica. In tale contesto, è stato analizzato l'importante ruolo della Fed indirizzando il suo possibile scenario futuro, la quale manterrà le linee guida già precedentemente adottate e proseguirà con la stabilizzazione dei macro-obiettivi di politica economica; si è poi passati al ruolo dell'Unione Europea, la quale prevede dei possibili scenari positivi sul piano delle vaccinazioni; in particolar modo per quanto concerne la BCE, ci siamo soffermati sulla variabile macro-economica dell'inflazione; e come ultimo si è passati ad analizzare la BoE, la quale conferma la sua posizione nell'ambito della politica monetaria, bensì l'inflazione subirà un lieve aumento verso la fine del 2021 superando l'obiettivo del 2%, per poi tornare a tale percentuale nel medio periodo.

BIBLIOGRAFIA

AGI (28 aprile 2021), La Fed mantiene la linea espansiva: “La ripresa non è uniforme né completa, [La Fed mantiene la linea espansiva: "La ripresa non è uniforme ne' completa" \(agi.it\)](#)

Andy Haldane (2020), “What Has Central Bank Independence Ever Done For Us?”, Bank of England

Banca Centrale Europea, *Indipendenza*, referenza [Indipendenza \(europa.eu\)](#)

Banca Centrale Europea (ultimo aggiornamento maggio 2021), Programma di acquisto di emergenza pandemica, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

Banca Centrale Europea, Asset purchase programmes, [Asset purchase programmes \(europa.eu\)](#)

Bank of England, Quantitative Easing, [Quantitative easing | Bank of England](#)

Bank of England, Asset Purchase Facility, [Asset Purchase Facility Quarterly Report - 2021 Q1 | Bank of England](#)

Bank of England, Covid Corporate Financing Facility, [Covid Corporate Financing Facility \(CCFF\) | Bank of England](#)

Bassan Valerio, Salvioli Luca, Simonetta Biagio (2020), *Cose che noi umani: la pandemia che ha sconvolto le nostre vite e resterà per sempre nell'immaginario comune*; Lab24, il Sole 24 ore, referenza [La storia del coronavirus dall'inizio \(ilsole24ore.com\)](#)

Carstens Austin (30 giugno 2020), Di forte a un avversario inaspettato: il ruolo cruciale delle banche centrali, *BIS Promoting monetary and financial stability*, referenza [sp200630_it.pdf](#)

CONFINDUSTRIA, *Un cambio di paradigma per l'economia italiana: gli scenari di politica economica*, referenza [Rapporto+di+previsione+ 101020 Confindustria.pdf](#)

Credit Suisse, Economia globale, [Economia globale \(credit-suisse.com\)](#)

Darren Williams (2020), *Come cambierà il ruolo delle banche centrali dopo il coronavirus?*, Alliance Bernstein, referenza [Come cambierà il ruolo delle banche centrali dopo il coronavirus? - Context | AB \(alliancebernstein.com\)](#)

Donini Maurizio (2020), *Il Coronavirus ha provocato una crisi economica diversa da quelle del passato. Ecco perché*, Il fatto quotidiano, referenza [Il Coronavirus ha provocato una crisi economica diversa da quelle del passato. Ecco perché - Il Fatto Quotidiano](#)

Dornbusch R., Fischer S., Startz R., *Macroeconomia*, undicesima edizione, The McGraw-Hill Companies srl

Fubini Federico (2020), *Fmi: il ritardo dell'Italia (peggiore del previsto) nelle stime del World Economic Outlook*, [Fmi: il ritardo dell'Italia \(peggiore del previsto\) nelle stime del World Economic Outlook - Corriere.it](#)

La Repubblica (3 maggio 2021), Fed non è (ancora) tempo di Tapering, [FED, non è \(ancora\) tempo di Tapering - Economia e Finanza - Repubblica.it](#)

Milanesi Giulio (2019), *Introduzione alla Politica Monetaria*, Starting Finance, referenza <https://www.startingfinance.com/guide/politica-monetaria-intermedio/la-politica-monetaria-convenzionale/>

Pittaluga G. B. (2020), *Economia Monetaria*, quarta edizione Ulrico Hoepli Milano

Silvestri Violetta (22 aprile 2021), Riunione BCE oggi: tassi e PEPP invariati, cosa ha detto Lagarde?, [Riunione BCE oggi: tassi e PEPP invariati, cosa ha detto Lagarde? \(money.it\)](#)

Silvestri Violetta (23 aprile 2021), Regno Unito: l'economia corre ai massimi di 7 anni. C'è l'effetto vaccino, [Regno Unito: l'economia corre ai massimi di 7 anni. C'è l'effetto vaccino \(money.it\)](#)

Silvestri Violetta (1° maggio 2021), Covid in Europa: il peggio è passato, lo mostrano tre grafici; [Covid in Europa: il peggio è passato, lo dimostrano 3 grafici \(money.it\)](#)

Silvestri Violetta (6 maggio 2021), Riunione BoE: freno sugli acquisti di bond, la ripresa prende il ritmo in UK, [Riunione BoE: freno sugli acquisti di bond, la ripresa prende il ritmo in UK \(ampproject.org\)](#)

Sorrentino Riccardo (28 aprile 2021), Aspettando la ripresa: perché la Fed resterà immobile, [Aspettando la ripresa: perché la Fed resterà immobile - Il Sole 24 ORE](#)

Teleborsa (6 maggio 2021), La Bank of England alza le previsioni di crescita. Invariati i tassi di interesse, [La Bank of England alza le previsioni di crescita. Invariati i tassi di interesse | Teleborsa.it](#)

Timpone Giuseppe (17 maggio 2021), la 'trappola della dominanza fiscale': così la BCE (e non solo) tollererà più alti tassi d'inflazione, [Trappola del debito per le banche centrali: l'inflazione sarà tollerata \(investireoggi.it\)](#)

Vignali Marco (14 maggio 2021), BCE: l'aumento dell'inflazione non è significativo. Tassi ancorati fino al 2024, [Bce: l'aumento dell'inflazione non è significativo. Tassi ancorati fino al 2024 - MilanoFinanza.it](#)