



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**BCE E FED: LA POLITICA MONETARIA
NELLA CRISI DA CORONAVIRUS**

**ECB AND FED: MONETARY POLICY
DURING THE CORONAVIRUS CRISIS**

Relatore:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Nicolò Scocco

Anno Accademico 2019/2020

Alla mia famiglia

Giunto al termine di questa parte del mio percorso universitario, è arrivato il momento di fare dei doverosi ringraziamenti.

Un ringraziamento particolare va alla Prof.ssa Giulia Bettin, relatore di questa tesi, per la disponibilità manifestatami nella stesura e realizzazione del mio elaborato.

Un ulteriore ringraziamento va alla mia famiglia allargata, composta da i miei genitori, mio fratello, i miei zii e mia nonna, per il loro sostegno e incoraggiamento nella realizzazione di questo traguardo.

Infine un affettuoso pensiero va a tutti i miei amici, i quali hanno condiviso con me, in questi anni di studio, sia i momenti di delusione sia i tanti attimi di gioia ed allegria che hanno caratterizzato la vita ad Ancona.

Grazie a tutti voi per essermi stati accanto in questi anni.

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 Politica monetaria attuata dalla Bce	5
1.1 La mission della BCE	5
1.2 Bollettino economico BCE N 2 / 2020	7
1.3 Pacchetto di politica monetaria	10
Capitolo 2 Politica monetaria attuata dalla Fed	15
2.1 La mission della FED	15
2.2 Pacchetto di politica monetaria della FED	18
Capitolo 3 Confronto tra la crisi da Coronavirus e la crisi finanziaria del 2008	23
3.1 Confronto tra le misure messe in atto dalla BCE	23
3.2 Confronto tra misure messe in atto dalla FED	27
Conclusioni	31
Bibliografia	32
Sitografia	37

INTRODUZIONE

Il presente lavoro ha come oggetto di analisi le differenti politiche monetarie adottate dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalla Federal Reserve (FED) nella crisi da coronavirus, confrontandole con le politiche condotte in seguito alla crisi finanziaria del 2008.

Le motivazioni dietro la scelta di questo tema sono legate all'intento di comprendere come le banche centrali agiscono per affrontare una crisi globale, quali sono i provvedimenti che vengono presi e le ripercussioni sull'intera economia.

L'obiettivo di questa tesi di laurea è presentare un utile resoconto di quali siano stati gli interventi delle due banche centrali nelle prime fasi delle crisi.

La struttura della tesi è articolata in tre capitoli. Nel primo capitolo si definiscono i compiti della BCE ed i provvedimenti presi all'emergere della crisi pandemica. Nel secondo capitolo ci si occupa della FED, elencando le funzioni che svolge e le politiche intraprese per ottemperare ai suoi obiettivi. Nel terzo capitolo si confrontano le politiche adottate dalla BCE nell'attuale crisi con quelle della crisi finanziaria del 2008 e successivamente si svolge lo stesso confronto con le politiche della FED.

Capitolo 1

POLITICA MONETARIA ATTUATA DALLA BCE

1.1 La mission della BCE

La Banca Centrale Europea (BCE), con sede a Francoforte, nasce nel 1998, i suoi obiettivi principali sono: la gestione della politica monetaria, la garanzia della stabilità dei prezzi e la vigilanza sul sistema bancario europeo.

La BCE opera attraverso tre organi decisionali:

- Comitato Esecutivo, ai sensi dell'art. 11 del Protocollo n. 4 in conformità all'art. 283, par. 2, Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), si occupa dell'attuazione della politica monetaria, della gestione degli affari correnti e prepara le riunioni del Consiglio direttivo, è composto da 6 membri, tra cui il Presidente e il Vicepresidente della BCE, i quali rimangono in carica per un periodo di 8 anni;
- Consiglio Direttivo, organo decisionale più importante composto dai membri del Comitato Esecutivo e i governatori dell'area euro. I suoi compiti definiti dall'art. 10 del Protocollo n. 4 conformemente all'art. 283, par. 1, TFUE, comprendono la definizione della politica monetaria data dalla BCE (1998), con il principale obiettivo di mantenere l'inflazione su livelli

inferiori ma prossimi al 2% nel medio periodo e l'assunzione di decisioni sui tassi d'interesse di riferimento;

- Consiglio Generale, svolge funzioni consultive e di coordinamento, tra cui la Relazione Annuale della BCE e raccolta di statistiche.

La BCE svolge i suoi compiti all'interno del Sistema Europeo della Banche Centrali (SEBC), composto da tutte le BCN dei Paesi UE, gli obiettivi del SEBC sono precisati nel TFUE che sancisce "L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali [...] è il mantenimento della stabilità dei prezzi"¹, aggiungendo inoltre che "fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC, sostiene le politiche economiche generali dell'Unione per contribuire alla realizzazione degli obiettivi di quest'ultima"².

Poiché non tutti i Paesi UE adottano l'euro si è istituito l'Eurosistema, il quale è formato dalla BCE e dalle banche centrali nazionali (BCN) degli Stati membri dell'UE la cui moneta è l'euro. Le funzioni fondamentali dell'Eurosistema si basano sulla definizione della politica monetaria, sulla condotta delle operazioni sui cambi, sulla gestione di riserve di valuta estera e del meccanismo dei pagamenti. La BCE ha impostato la propria strategia monetaria basandosi su due capisaldi ripresi da Verbeken et al. (2019):

¹ Art. 127, par. 1, TFUE

² Art. 282, par. 2, TFUE

- l'analisi economica, che stima gli elementi determinanti l'andamento dei prezzi nel breve e medio periodo;
- l'analisi monetaria, che utilizza la relazione tra moneta e prezzi, in modo da controllare le indicazioni derivanti dall'analisi economica.

Nel contesto del Meccanismo di vigilanza unico (MVU), la BCE è responsabile della supervisione prudenziale degli enti creditizi presenti nell'area euro e negli Stati membri partecipanti non aderenti all'area. La BCE (2020a) ha l'autorità di condurre analisi prudenziali, controlli, valutare le licenze bancarie, e stabilire requisiti patrimoniali per impedire rischi finanziari.

Per adempiere ai suoi incarichi, la Banca Centrale beneficia di una forte indipendenza, definita dall'art. 130 del TFUE, sia dalle istituzioni politiche europee che dagli Stati membri. La BCE ha inoltre il diritto esclusivo di autorizzazione all'emissione di banconote nell'area euro.

1.2 Bollettino economico BCE N 2 / 2020

Nella riunione di politica monetaria del 12 marzo 2020 il Consiglio Direttivo ha concordato di attuare un pacchetto articolato di misure di politica monetaria che “sosterranno le condizioni di liquidità e finanziamento per le famiglie, le imprese e le banche e contribuiranno a preservare la fluida erogazione di credito all'economia

reale”³. La diffusione del COVID-19 costituisce una forte battuta d’arresto per la crescita economica mondiale ed un incremento della volatilità di mercati. L’accresciuta incertezza ha drasticamente ridotto la spesa e il finanziamento, con il conseguente rallentamento della produzione mondiale causato anche dalla sospensione di approvvigionamenti di merci che ha portato alla riduzione della domanda interna ed estera.

La propensione al rischio si è immediatamente ridotta; per quanto riguarda l’area euro, la BCE (2020b) mostra una riduzione dei tassi a lungo termine privi di rischio, dell’Euro Overnight Index Average (Eonia) e anche delle quotazioni azionarie, mentre i differenziali delle obbligazioni sovrane e delle società quotate sono aumentati.

Per quanto riguarda le previsioni sulla crescita annuale del Pil, gli esperti della BCE hanno previsto una crescita, in termini reali, dello 0,8% nel 2020, dell’1,3% nel 2021 e dell’1,4% nel 2022, quindi rispetto alla valutazione effettuata nel dicembre dalla BCE (2019), le prospettive sono state corrette con una riduzione dello 0,3% per il 2020 e 0,1% per il 2021, ma avranno probabilmente bisogno di un’ulteriore correzione date le prospettive non incoraggianti.

Un altro indicatore fondamentale di cui bisogna tenere conto è l’inflazione, stimata in dodici mesi sull’Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IAPC), che

³ BCE (2020b), *Bollettino economico, numero 2/2020*, BCE, Francoforte, p. 2

mostra nel mese di marzo un calo all'1,1%, il suo andamento dipenderà da come evolverà la domanda e l'offerta, entrambe paralizzate dal *lockdown* dei vari Paesi.

Nel bollettino economico del marzo 2020 oltre all'analisi dei principali indicatori economici, vi è contenuta la descrizione dell'ampio pacchetto di misure di politica monetaria, che hanno il seguente obiettivo: “*to mitigate the impact of the shock, by countering pro-cyclical amplification dynamics and muting propagation forces that might convert a temporary shock into a decline in long-run economic performance*”⁴.

La risposta della BCE a questo grande shock si basa su 3 elementi chiave (*Lane, 2020*):

- tutelare le condizioni di liquidità del sistema bancario, con una serie aggiuntiva di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) a condizioni generose, con l'utilizzo della procedura d'asta ad un tasso fisso di -50 punti base con piena aggiudicazione degli importi;
- proteggere il flusso continuo di credito all'economia reale, gravata sia dal punto di vista delle entrate, che nei programmi di spesa delle famiglie e imprese, attraverso condizioni più favorevoli sulle operazioni OMRLT-III, con un tasso di interesse inferiore di 25 punti base riferito al tasso medio sulle operazioni di riferimento;

⁴ Lane P. (2020), *The monetary polity package: An Analytical Framework*, ECB Blog

- aumentare le attività che si possono acquistare, evitando che le condizioni di finanziamento per l'economia si inaspriscano in maniera prociclica. Il provvedimento consiste in una dotazione aggiuntiva di 120 miliardi di euro al programma d'acquisto di attività (PAA), utile durante un “*flight to safety*” che si verifica nel momento in cui gli investitori si dirigono verso assets classificati come “*safe havens*”.

La BCE chiarisce che “*we clearly stand ready [...] to ensure that the elevated spreads [...] do not undermine transmission*”⁵, fornendo anche una spiegazione sul motivo per cui non abbia abbassato i tassi di riferimento, affermando che una evoluzione del tasso a breve termine ha una efficacia maggiore se ci si aspetta la sua persistenza, ma stimata la durata temporanea, la conclusione è che il sostegno all'offerta creditizia e l'acquisto di attività aggiuntive costituiscono la risposta più appropriata.

1.3 Pacchetto di politica monetaria

La risposta all'emergenza Coronavirus della BCE è stata di forte impatto dopo che le precedenti misure avevano deluso i mercati finanziari. Una delle motivazioni di questa delusione è stata la dichiarazione della presidente Christine Lagarde “*we are not here to close spreads*”, che si può contrapporre al “*whatever it takes*” a difesa

⁵ (ibidem)

dell'euro del suo predecessore Mario Draghi, mostrando ancora una volta quanto la comunicazione sia importante, accanto all'entità effettiva degli interventi.

Il nuovo imponente *quantitative easing* comunicato il 18 marzo 2020, chiamato *Pandemic Emergency Purchase Program* (PEPP), stanziava 750 miliardi di euro, per acquistare titoli pubblici e privati, senza dover rispettare il limite del 33% per i titoli di Stato e del 50% per i titoli sovranazionali, in base all'art. 4 della Decisione 2020/440⁶ della BCE, continuando a condurre acquisti anche nell'ambito del Programma d'acquisto di attività (PAA), e reinvestendo il capitale rimborsato. Nell'ambito del PEPP la BCE (2020c) ha presentato una novità rispetto al passato, cioè la possibilità di acquisire i titoli del governo greco, precedentemente esclusi e rendere ogni carta commerciale, di adeguata qualità, adatta all'acquisto nell'ambito del *Corporate sector purchase programme* (CSPP). Il piano durerà fino al termine del 2020, con l'impegno da parte della BCE di fare tutto ciò che sarà necessario, fino a quando non si riterrà finita la fase critica.

Che cosa ha determinato un deterioramento delle condizioni tale da rendere necessario questo massiccio intervento?

Secondo Lagarde (2020) un aumento generale dell'incertezza sulle ripercussioni economiche ha peggiorato le condizioni finanziarie, spostando verso l'alto la curva

⁶ Decisione (UE) 2020/440 della Banca Centrale Europea, del 24 marzo 2020, su un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica (BCE/2020/17), GUUE L 91/1, 25 marzo 2020

dei tassi privi di rischio e facendo salire le curve dei rendimenti dei titoli sovrani, ostacolando la trasmissione della politica monetaria e rischiando l'instabilità dei prezzi. Per far fronte a questa situazione si è creato il PEPP, i cui vantaggi risiedono nella possibilità di intervento sull'intera curva dei rendimenti, così da evitare alterazioni del prezzo del credito, ed è stato elaborato per affrontare l'irregolare progredire del virus. Ci sono però delle limitazioni nel programma, infatti gli acquisti dei titoli pubblici si faranno secondo le capital keys, calcolate da BCE (2020d) come la quota detenuta da ciascuna BCN nel capitale della BCE, che rappresenta la dimensione dello Stato in base alla popolazione e Pil; questo non aiuta a contenere i tassi d'interesse pagati sul debito pubblico, con riferimento ad un Paese come l'Italia.

Il suggerimento che la BCE dovrebbe considerare è l'acquisto in base alla percentuale dell'emissione di titoli dei Paesi con il debito più alto, considerando che secondo Draghi, *“much higher public debt levels will become a permanent feature of our economies”*⁷ e proponendo la cancellazione del debito privato, su cui però si è espressa in modo contrario Lagarde.

La BCE il 7 aprile ha annunciato un pacchetto temporaneo di alleggerimento delle garanzie collaterali che può essere definito il “whatever it takes del

⁷ Draghi M. (2020), *Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise accordingly*, Financial Times

collaterale” (*Bufacchi, 2020*), allentando una serie di regole interne. L’allentamento ha riguardato i requisiti sulla valutazione del rischio di credito, per far sì che le banche possano finanziarsi tramite l’estensione temporanea del quadro di riferimento *Additional Credit Claims* (ACC) proposta dalla BCE (*2020e*): si accettano i prestiti garantiti dal governo alle imprese e famiglie e si facilita l’accettazione del credito mediante un sistema di valutazione meno rigido. Il Consiglio Direttivo ha anche aumentato, dal 2,5% al 10%, la quota massima di obbligazioni bancarie non garantite che ciascun ente creditizio può emettere. Un’ulteriore misura messa in atto con lo scopo di aumentare la tollerabilità al rischio riguarda la riduzione degli scarti di garanzia di un tasso fisso del 20%. Questa serie di provvedimenti facilitano l’erogazione di credito alle banche che successivamente verrà trasmesso a tutta l’economia, per aiutare imprese e famiglie in difficoltà, per tutta la durata della crisi pandemica e del PEPP.

Oltre al PEPP Lagarde (*2020*) ha annunciato che si sono resi disponibili altri 1000 miliardi di euro di fondi che le banche possono prendere in prestito, facendo salire il volume totale a 3000 miliardi di euro di liquidità, ad un tasso d’interesse del -0,75%. A proposito delle operazioni di rifinanziamento, la BCE (*2020f*), ne ha ulteriormente ampliato la gamma con sette nuove operazioni a più lungo termine per l’emergenza pandemica (ORLTEP), ad un tasso d’interesse di -0,25%, per poter fornire un aggiuntivo sostegno al sistema finanziario. Ciò che è essenziale per l’efficacia delle politiche adottate, secondo Draghi (*2020*), è la rapidità, la

burocrazia non deve ostacolare l'incanalamento dei fondi verso ogni parte dell'economia, non possono esserci rallentamenti.

Cosa può ancora fare la BCE?

La BCE potrebbe decidere di acquistare le obbligazioni delle società, in aggiunta a quelle degli Stati, che con la crisi sono state declassate al di sotto dell'*investment grade*, azione già intrapresa della FED.

Uno strumento che potrebbe essere utilizzato una tantum, ideato da M. Friedman, è l'*helicopter money* che rende possibile per le banche centrali stampare denaro e farlo 'cadere dagli elicotteri' sulla popolazione. L'utilizzo di questo strumento presuppone l'esistenza di uno shock economico di grande portata e la temporaneità di quest'ultimo. Tuttavia in questa misura di politica monetaria risiedono alcuni problemi, come la sua applicabilità, in quanto l'Europa non ha un sistema di previdenza sociale unificato da poter usare come canale di diffusione. Considerare l'*helicopter money* come un normale strumento di cui servirsi sarebbe controproducente, perché porterebbe ad un inevitabile incremento dei prezzi, "la moneta lanciata dagli elicotteri si brucerebbe prima ancora di toccare il terreno"⁸.

⁸ Monacelli T. (2020a), *Soldi dagli elicotteri: si può fare?*, Lavoce.info

Capitolo 2

POLITICA MONETARIA ATTUATA DALLA FED

2.1 La mission della FED

La Federal Reserve (FED) è la banca centrale degli Stati Uniti d'America, creata nel 1913 con l'emanazione del *Federal Reserve Act*. Svolge cinque funzioni generali per la promozione dell'interesse pubblico incluse nel Board of Governors of the Federal Reserve System (2016):

- gestisce la politica monetaria nazionale, promuovendo la massima l'occupazione, la stabilità dei prezzi e dei tassi d'interesse di lungo periodo nell'economia statunitense;
- incentiva la stabilità del sistema finanziario, contenendo i rischi sistemici tramite il continuo monitoraggio;
- controlla la sicurezza e la solidità delle istituzioni finanziarie, controllandone l'impatto sul sistema;
- promuove la sicurezza ed efficienza dei pagamenti tramite servizi al settore bancario e al governo per facilitare transazioni e pagamenti in dollari;
- incrementa la protezione dei consumatori e lo sviluppo della comunità, attraverso la supervisione ed analisi finalizzata ai consumatori e all'amministrazione delle leggi a difesa dei consumatori.

Il sistema della Federal Reserve di cui il Board of Governors of the Federal Reserve System (2016) da una esauriente definizione è costituito da tre entità chiave. Il *Board of Governors* (BoG) è un organo indipendente dal governo, con sede a Washington D.C., composta da 7 membri nominati dal Presidente con un mandato di 14 anni, mentre il presidente e vicepresidente del Consiglio restano in carica 4 anni. Il Consiglio supervisiona il funzionamento delle 12 *Reserve Banks*, fornisce indicazioni generali sui prestiti ed ha anche un'ampia responsabilità di sorveglianza delle operazioni delle banche della Federal Reserve, con annessa esaminazione ed approvazione dei bilanci di ciascuna banca. Il Consiglio inoltre conduce un'analisi delle politiche incentrate sui consumatori, promuovendo l'equità e la trasparenza.

Il *Federal Reserve Banks* è un sistema di banche indipendenti diviso in 12 distretti, sotto la supervisione del Consiglio dei Governatori. Ogni *Federal Reserve Bank* raccoglie informazioni sulle esigenze delle comunità della propria regione, che serviranno al *Federal Open Market Committee* (FOMC) per decidere la politica monetaria. Le *Federal Reserve Banks* svolgono funzioni di vigilanza delle banche statali, di concessione di prestiti agli enti di deposito per garantire liquidità al sistema, le banche federali forniscono anche i servizi finanziari essenziali e inoltre vigilano sulle istituzioni finanziarie per assicurare la protezione dei consumatori e la stabilità dei mercati finanziari.

Il FOMC è composto da 12 membri votanti, i 7 membri del Consiglio dei Governatori, il presidente della *Federal Reserve Bank* di New York e 4 dei restanti

11 presidenti della *Reserve Bank*, che hanno un mandato di un anno a rotazione. Il FOMC stabilisce la politica monetaria nazionale e prende le decisioni sulle operazioni di mercato aperto, sulla composizione delle attività e si occupa della comunicazione col pubblico. Le operazioni di mercato aperto sono “*the principal tool by which the Federal Reserve executes U.S. monetary policy. These operations affect the federal funds rate, which in turn influence overall monetary and credit conditions*”⁹. Il *Federal Reserve Act* (1977) ha attribuito alla Federal Reserve l’incarico di definire la *monetary policy* “*so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates*”¹⁰. Utilizzando le operazioni di mercato aperto, il tasso di riferimento e il tasso di riserva obbligatoria si influenza la domanda e l’offerta di attività che gli istituti depositari detengono presso le *Reserve Banks*, alterando il *federal funds rate* gli istituti effettuano prestiti alimentando il mercato interbancario *overnight*.

Nel 2012 il FOMC per spiegare gli obiettivi a più lungo termine ha pubblicato lo “*Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy*”, in cui si è stabilito un obiettivo a lungo termine per l’inflazione con un tasso di aumento annuo

⁹ Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *The Federal Reserve System Purposes & Functions*, Federal Reserve, Washington DC, 10th ed., p. 16

¹⁰ Board of Governors of the Federal Reserve System (1977), *Federal Reserve Act*, Federal Reserve, Washington DC, Section 2A

del 2% dell'indice dei prezzi, aggiornato ogni anno. Un'inflazione bassa e stabile aiuta l'economia a funzionare in modo efficiente, ponendo sullo stesso piano l'obiettivo di massima occupazione, reputato complementare. In una ipotesi di shock della domanda la fiducia di imprese e consumatori diminuisce e la spesa rallenta, portando il FOMC ad allentare la politica monetaria, con un abbassamento dei tassi d'interesse. Di fronte a uno shock dell'offerta i politici possono contrastare la perdita di produzione rendendo più convenienti le condizioni finanziarie di spesa.

2.2 Pacchetto di politica monetaria della FED

La Federal Reserve il 23 marzo 2020 per favorire la stabilità economica ha comunicato una serie di provvedimenti, mentre la pandemia da COVID-19 mette a dura prova l'economia degli Stati Uniti, facendo aumentare le domande di disoccupazione e spingendo il Paese alla recessione. Lo scopo dell'intervento è stato dare la possibilità di ottenere prestiti vantaggiosi, confidando nella capacità della sanità di arginare il virus e nel Congresso per dare il sostegno economico necessario.

La FED all'inizio della crisi ha tagliato i tassi d'interesse a breve termine portandoli vicino all'1%, poi con la formulazione di un *quantitative easing* da 80 miliardi di dollari, i tassi sono stati ridotti tra lo 0 e lo 0,25%, cercando di stimolare l'economia americana. La vera entrata in gioco della FED si è avuta con l'annuncio del Board of Governors of the Federal Reserve System (2020a) dell'utilizzo del Qe

da 700 miliardi di dollari di acquisti di titoli, di cui 500 miliardi per buoni del Tesoro e 200 miliardi per titoli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac.

La FED ha dichiarato che il Qe verrà effettuato “*in the amounts needed to support smooth market functioning and effective transmission of monetary policy*”¹¹. A sostegno dei suoi obiettivi il Board of Governors of the Federal Reserve System (2020a), il 23 marzo, ha fornito un forte aiuto al flusso di credito, tramite il supporto del funzionamento del mercato, con l’acquisto di titoli del Tesoro e titoli garantiti da ipoteca, il sostegno al flusso di credito dei consumatori, datori di lavoro ed imprese grazie a dei nuovi programmi da 300 miliardi di dollari di finanziamento e l’ampliamento del *Commercial Paper Funding Facility*, per includere cambiali finanziarie di elevata qualità, per permettere di creare sussidi fiscali. Per fornire un aiuto alle imprese ad alto rating, la FED ha creato una società veicolo (SPV), con cui la *Primary Market Corporate Credit Facility* (PMCCF) acquista obbligazioni di nuova emissione e la *Secondary Market Credit Facility* (SMCCF) si occupa di obbligazioni già emesse. Oltre a questi due programmi è stato riavviato il *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), creato nel 2008, che consente l’emissione di titoli garantiti da attività come i prestiti agli studenti, per l’acquisto di auto e di carte di credito.

¹¹ Yglesias M. (2020), *Monday’s dramatic Federal Reserve announcements, explained*, Vox.com

Il 31 marzo il Board of Governors of the Federal Reserve System (2020b) ha istituito un meccanismo di accordo di riacquisto temporaneo per le autorità monetarie estere (FIMA Repo Facility), di durata pari a 6 mesi. Questo meccanismo consente ai titolari di conti FIMA di ottenere temporaneamente dollari vendendo i titoli del Tesoro statunitense e accettando di riacquistarli alla scadenza, per far sì che aumenti la fiducia del mercato. Il motivo dell'utilizzo di queste linee di swap sta nell'intenzione di non far vendere ai creditori stranieri le attività statunitensi, dato che gli Stati Uniti sono un enorme debitore netto.

Il veloce peggioramento dell'economia ha portato la FED ad intervenire “in modo aggressivo fino a quando non saremo sicuri di aver intrapreso una solida strada verso la ripresa”, ha dichiarato Powell, presidente della FED, aggiungendo che “si tratta di prestiti straordinari e non di spesa straordinaria”¹². L'intenzione di Powell si è concretizzata con il piano da 2.300 miliardi di dollari del 9 aprile, per aiutare le famiglie e i datori di lavoro, rafforzando la capacità dei governi statali e locali di fornire servizi essenziali. L'intervento del Board of Governors of the Federal Reserve System (2020c) ha rafforzato il *Paycheck Protection Program* (PPP) della *Small Business Administration*, che offre prestiti alle piccole imprese per far sì che mantengano i lavoratori sul libro paga. Oltretutto l'intervento ha assicurato la garanzia del flusso di credito a piccole e medie imprese, attraverso

¹² Barlaam R. (2020), *Fed: 2.300 miliardi di prestiti per aziende ed enti locali*, Il Sole 24 ore

l'acquisizione di prestiti, grazie al *Main Street Lending Program*. Infine nel pacchetto è presente l'aiuto ai governi statali e locali, che stanno affrontando un calo delle entrate, attraverso la creazione del *Municipal Liquidity Facility* che eroga fino a 500 miliardi di dollari in prestiti garantiti dai fondi stanziati dal *CARES Act*. Ed è proprio da quest'ultimo che deriva il sostegno finanziario agli interventi della FED, approvato dal Congresso, per un valore complessivo di 2.300 miliardi di dollari. In questo pacchetto analizzato da Pasetto (2020) vi è la realizzazione della teoria dell'*helicopter money*, ovvero il trasferimento di pura liquidità nei conti correnti dei cittadini, quando i tassi d'interesse si avvicinano allo zero. La modalità di attuazione è il versamento, *una tantum*, di 1.200 dollari per ogni adulto e 500 dollari per ciascun figlio di età inferiore a 17 anni. Per ottenere la somma bisogna aver effettuato per i 2 anni precedenti la dichiarazione dei redditi, aver guadagnato meno di 75 mila dollari l'anno e possedere un numero di sicurezza sociale. Uno dei rischi più grandi che tutta questa liquidità può portare è l'aumento dell'inflazione incontrollata, ma a frenare questi timori è stato il discorso di Powell, riportato da Crutsinger (2020), che non si mostra preoccupato al riguardo, poiché l'economia ha attraversato un decennio di inflazione molto bassa, sotto l'obiettivo del 2%.

Cosa può ancora fare la FED?

La FED secondo Matthews (2020) potrebbe prendere in considerazione l'applicazione di tassi d'interesse negativi, già applicati dalla BCE, per dare un'ulteriore spinta ad investire la liquidità in azioni e obbligazioni invece di

lasciarla depositata. Altra proposta sarebbe quella di ampliare il *quantitative easing*, acquistando titoli di stato fino a quando i tassi sui titoli a lungo termine non abbiano raggiunto lo 0%. Questo creerebbe un doppio vantaggio, rendendo più conveniente stipulare prestiti e consentendo al Congresso di diminuire le tasse ed aumentare la spesa. Ulteriore opzione a disposizione della FED è l'acquisto di azioni societarie, per aiutare il mercato azionario e per finanziare, la spesa e il debito futuro, tramite i profitti generati dal fondo d'investimento.

Capitolo 3

CONFRONTO TRA LA CRISI DA CORONAVIRUS E LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008

3.1 Confronto tra le misure messe in atto dalla BCE

La crisi da coronavirus e la crisi finanziaria mondiale del 2008 sono molto diverse e per questo non possono essere affrontate allo stesso modo. Tuttavia sono presenti delle somiglianze tra le due crisi, come la carenza di liquidità, l'ampiezza delle insolvenze, le grandi perdite del mercato e come ultima analogia c'è la fragilità strutturale dell'economia, caratterizzata da elevati indebitamenti pubblici e privati.

La crisi dei mutui *subprime*, come esaminato da Danielsson et al. (2020), ha cause endogene, pone le sue basi sulle debolezze del sistema finanziario: prodotti creditizi considerati "immorali", capitale bancario illusorio, squilibri estremi delle scadenze, lacune normative ed enormi passività fuori bilancio.

La crisi da coronavirus per invece ha cause esogene al sistema finanziario, che generano uno shock dal lato dell'offerta ed un aumento dell'incertezza, la quale paralizza la domanda, portando a posticipare i consumi (Monacelli, 2020b). In questo scenario, dove il sistema economico si contrae sia dal lato della domanda che dell'offerta, paralizzando le catene internazionali del valore, il ruolo delle banche centrali è quello di fornire tutta la liquidità necessaria per sostenere il blocco ed evitare il tracollo finanziario globale.

Nulla a che vedere con l'enorme quantità di finanziamenti stanziati immediatamente per fronteggiare il coronavirus (cfr. p. 11), tramite l'acquisto di 120 miliardi di euro di attività e poco dopo la creazione del PEPP da 750 miliardi di euro. Contrariamente alla crisi del 2008, lo shock che si è creato ha una dimensione universale, riguarda tutti i paesi e tutti i settori della società, per rafforzare questo concetto si sta valutando la possibilità, a detta della Lagarde (2020), di riconsiderare alcuni vincoli autoimposti nel momento in cui ostacolano l'intervento della BCE.

Per quanto riguarda la situazione dei tassi d'interesse, nel 2008 la BCE decise di aumentare il tasso d'interesse di riferimento a 4,25% contro il rischio inflazionistico, ma appena la Lehman Brothers fallì, il 15 settembre 2008, si arrivò alla crisi finanziaria globale, che portò la banca centrale ad abbassare il tasso d'interesse fino a raggiungere l'1% nel maggio 2009, decisione concertata con “la Bank of Canada, la Bank of England, il Federal Reserve System, la Sveriges Riksbank e la Banca nazionale svizzera”¹³.

La BCE nella crisi attuale ha deciso diversamente, cioè di non abbassare i tassi di riferimento, perché il suo intervento è risultato vincolato a dei tassi che si trovavano a zero dal 2016, una scelta controcorrente rispetto alle altre banche centrali, che invece avevano provveduto negli anni precedenti a rialzarli. Si è

¹³ BCE (2010), *Bollettino mensile ottobre 2010*, BCE, Francoforte, p. 68

ritenuta adeguata la sostanziale offerta di credito tramite il programma T-LTRO ad un tasso del -0,75% (cfr. p. 13) e l'acquisto di attività, come si iniziò a fare nel 2009 col *Covered Bond Purchase Programme*.

In ultima analisi la politica adottata nel 2008 portò alla stabilità dei mercati finanziari e con la prima ORLT nel giugno 2009 ad un aumento di 442 miliardi di euro del bilancio mostrato dalla Banca Centrale Europea (2010). Tuttavia, questa è una risposta appropriata alla crisi di liquidità intensificata da squilibri endogeni, quindi non può essere l'unica risposta all'impatto del COVID-19. La vulnerabilità non risiede nel settore finanziario, ma nell'economia reale, nelle società indebitate, nelle attività commerciali chiuse e nella riduzione del reddito dei dipendenti.

La risposta politica non può limitarsi, secondo Joseph Stiglitz, alla riduzione dei tassi d'interesse o all'acquisto di obbligazioni, “non è una crisi finanziaria, ma una vera crisi che tocca il sistema di domanda e offerta [...] serve una politica fiscale più mirata di quella che serva ad affrontare una normale crisi economica”¹⁴.

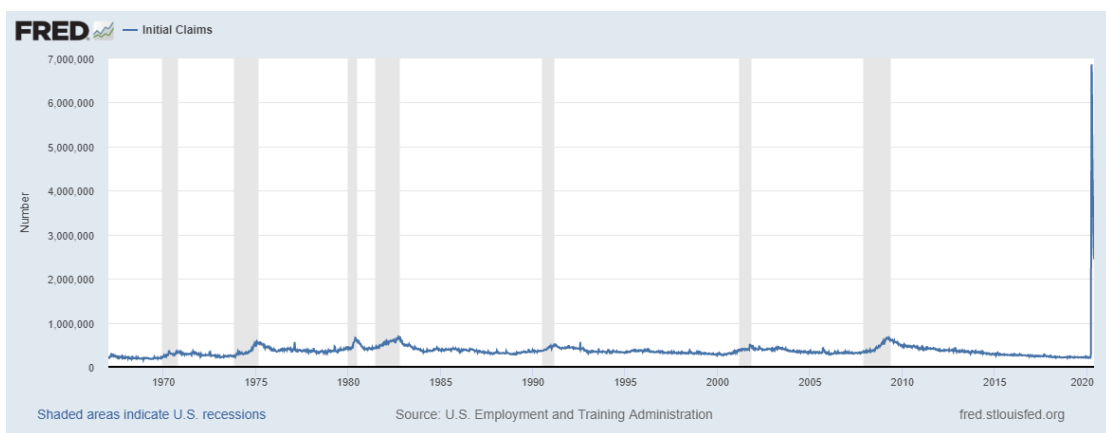
È necessaria inoltre la cooperazione internazionale per fronteggiare i problemi comuni, cooperazione che però non appare migliorata nel tempo, anzi risulta essere sempre più labile.

¹⁴ Mauro A. (2020), *"Crisi peggiore del 2008, sospendere il Patto di stabilità e crescita"*. Intervista a Joseph Stiglitz, The Huffington Post

3.2 Confronto tra misure messe in atto dalla FED

Per affrontare il confronto tra la gestione della crisi da coronavirus e la crisi finanziaria del 2008 da parte della FED, si può partire da questo grafico sulla disoccupazione negli Usa, che purtroppo peggiorerà col passare del tempo.

Fig 3.2: Richieste settimanali di disoccupazione negli Stati Uniti



Fonte: U.S. Employment and Training Administration (2020), Initial Claims [ICSA], FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis

Le domande di disoccupazione (Fig. 3.2), del periodo compreso tra marzo ed aprile, sono circa 26 milioni. Gli economisti hanno previsto che in pochi mesi la disoccupazione arriverà al 30%, mentre il tasso di disoccupazione nel 2007 fu del 5% e arrivò al 10% nell'ottobre del 2009, secondo i dati di Rich (2013), con 665.000 richieste registrate nell'arco di quell'anno. Questo ci fa comprendere le ripercussioni devastanti del blocco imposto per il contenimento del virus, ma è proprio in momenti come questo che si comprende l'importanza della Federal Reserve, per contrastare le recessioni e combattere la disoccupazione.

La prima risposta alla crisi da coronavirus, ma anche alla crisi finanziaria del 2008, è stata l'attuazione della politica monetaria tradizionale del taglio del *Fed funds rate*, che le banche si pagano reciprocamente per i prestiti overnight, fino ad influenzare l'intera economia, rendendo più economico prendere in prestito e spendere. Il tasso riportato da Rich (2013) fu ridotto dal 5,25% nel settembre 2007 a 0-0,25% nel dicembre 2008, stesso intervallo raggiunto il 15 marzo 2020.

In merito alle politiche non convenzionali adottate, il FOMC utilizzò, come riportato dal Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), la *forward guidance*, per influenzare l'andamento presente e futuro del *funds rate*, ovvero assicurando che i tassi sarebbero rimasti a zero per un lungo periodo. Dopo aver portato i tassi a zero, la FED si è servita in entrambe le crisi, di un'altra politica non convenzionale, il *quantitative easing*.

Il piano iniziale di Qe, sempre descritto da Rich (2013), comprese nel 2008 l'acquisto di 500 miliardi di dollari in MBS e di 100 miliardi di dollari di debito delle agenzie Fannie Mae, Freddie Mac e banche del Federal Home Loan, ampliati successivamente per ridurre i costi ed incrementare la disponibilità di credito, al fine di fornire sostegno al settore immobiliare, epicentro della crisi.

Andando invece ad analizzare la situazione nel 2020 Powell fino al 23 marzo ha utilizzato tutti gli strumenti del suo predecessore, che affrontò la crisi del 2008, con una velocità impressionante, avendo diminuito i tassi d'interesse, usato il Qe e aiutato i mercati. Nonostante l'uso di questi strumenti, il risultato non è stato

sufficiente, tant'è che l'indice VIX analizzato da Tooze (2020), che mostra la volatilità attesa del mercato, chiamato anche indice della paura, è arrivato ai livelli del 2008. I motivi di questa incapacità di miglioramento secondo Tooze (2020) sono legati al non raggiungimento della fonte della crisi, il virus, che richiede più di semplici strumenti economici, in contrapposizione alla più raggiungibile fonte di crisi del 2008, il settore finanziario; l'altra parte del problema era il non raggiungimento della parte più fragile del sistema creditizio: il debito delle grandi imprese. Per cercare di risolvere quest'ultimo problema Powell ha messo in atto un Qe (cfr. p. 19) per l'acquisto di obbligazioni societarie di alto rating, fino a 500 miliardi di dollari in titoli del Tesoro e 200 miliardi di dollari in titoli ipotecari, stesso intervento da 300 miliardi di dollari che fu attuato nel marzo 2009 per quanto riguarda i titoli del Tesoro, che portò il Qe1 complessivo a circa 1.750 miliardi di dollari di attività a più lungo termine, con l'enorme differenza che il Qe di Powell è divenuto illimitato, per poter dare maggiori rassicurazioni ai mercati.

Con l'intervento del 9 aprile 2020 (cfr. p. 20), da 2.300 miliardi di dollari, per sostenere il debito municipale e delle imprese, la FED si è spinta più lontano di quanto fece nel 2008, arrivando a sostenere parti del sistema finanziario mai protette in passato, sintomo di quanto la crisi da coronavirus sia devastante, dal punto di vista economico e sanitario.

Una differenza fondamentale nei piani di salvataggio delle due crisi riguarda le motivazioni che vi sono dietro, *“while the 2008 bailout was about getting money to*

industries and workers to encourage spending”¹⁵, nel 2020 il piano prevede di dare sufficiente sostegno finanziario per mantenere le persone a casa, così da rallentare la diffusione del coronavirus.

Ciò che risulta da questo confronto è l’ingente entità delle politiche adottate nel periodo marzo/aprile 2020, che superano di gran lunga quelle adottate nel 2008-09, segno della gravità della situazione e della velocità con cui si è dovuto agire.

¹⁵ Zhou L., Nilsen E. (2020), “*This one is scarier*”: *Obama-era officials say current economic crisis is fundamentally different from 2008*, Vox.com

CONCLUSIONI

In questo lavoro si è avuto modo di osservare l'azione della Banca Centrale Europea attraverso l'analisi del quadro economico europeo e successivamente l'entrata in azione per contrastare, tramite la sua politica monetaria, l'impatto del virus sull'eurozona. L'altra banca centrale di cui si sono considerate le politiche monetarie è stata la Federal Reserve che ha applicato tutti i suoi tradizionali strumenti ed ha ampliato il pacchetto di interventi con provvedimenti di enorme portata. Si è cercato di valutare in modo critico gli interventi che entrambe le banche centrali hanno messo in atto, ciò che è stato fatto e che può ancora essere realizzato, tuttavia è necessario tenere presente che si prendono in esame soltanto le prime fasi della gestione della crisi globale. La differenza che si può notare è la maggior libertà di azione della FED rispetto alla BCE, dovuta all'esigenza di quest'ultima di dover analizzare le varie situazioni degli Stati membri, che rallentano il suo agire. Il presente studio dà una prima lettura di ciò che la BCE e la FED, al centro di ogni grande crisi, hanno realizzato e giunge alla conclusione che le misure finora adottate nella crisi da COVID19 risultano essere di gran lunga, per dimensione e velocità di realizzazione, le più rilevanti mai prese; questo emerge dal confronto diretto con quelle della crisi finanziaria del 2008, effettuato mostrando le analogie e le differenze di strategia che le banche centrali hanno adottato.

BIBLIOGRAFIA

Barlaam R. (2020), *Fed: 2.300 miliardi di prestiti per aziende ed enti locali*, Il Sole 24 Ore, <http://www.ilsole24ore.com/art/fed-2300-miliardi-liquidita-anti-virus-aziende-ed-enti-locali-ADVJeJ>

BCE (1998), *Rapporto annuale BCE*, BCE, Francoforte.

BCE (2010), *Bollettino mensile ottobre 2010*, BCE, Francoforte.

BCE (2011), *Bollettino mensile luglio 2011*, BCE, Francoforte.

BCE (2019), *Bollettino economico, numero 8/2019*, BCE, Francoforte.

BCE (2020a), *Meccanismo di vigilanza unico*, BCE, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/about/thessm/html/index.it.html>

BCE (2020b), *Bollettino economico, numero 2/2020*, BCE, Francoforte.

BCE (2020c), *ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*, BCE, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

BCE (2020d), *Sottoscrizione del capitale*, BCE, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.it.html>

BCE (2020e), *ECB announces package of temporary collateral easing measures*, BCE,

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html>

BCE (2020f), *Monetary policy decisions*, BCE,

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200430~1eaa128265.en.html>

Board of Governors of the Federal Reserve System (1977), *Federal Reserve Act*, Federal Reserve, Washington DC, Section 2A

Board of Governors of the Federal Reserve System (2016), *The Federal Reserve System Purposes & Functions*, Federal Reserve, Washington DC, 10th ed., pp. 1-17, 49, https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_complete.pdf

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020a), *Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy*, Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200323b.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020b), *Federal Reserve announces establishment of a temporary FIMA Repo Facility to help support the smooth functioning of financial markets*, Federal Reserve, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200331a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2020c), *Federal Reserve takes additional actions to provide up to \$2.3 trillion in loans to support the*

economy, Federal Reserve,
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200409a.htm>

Bufacchi I. (2020), *Rivoluzione della Bce nei collaterali: accettati i titoli junk*,
Il Sole 24 Ore.

Crutsinger M. (2020), *A New \$2.3 Trillion Fed Plan to Aid Localities and
Companies*, AP News, <https://apnews.com/8508af5848939f715622a71a44d3af20>

Danielsson J., Macrae R., Vayanos D. & Zigrand J. P. (2020), *The coronavirus
crisis is no 2008*, VoxEU.org, <http://www.voxeu.org/article/coronavirus-crisis-no-2008>

*Decisione (UE) 2020/440 della Banca Centrale Europea, del 24 marzo 2020, su
un programma temporaneo di acquisto per l'emergenza pandemica
(BCE/2020/17), GUUE L 91/1, 25 marzo 2020*

Draghi M. (2020), *Draghi: we face a war against coronavirus and must mobilise
accordingly*, Financial Times, <https://www.ft.com/content/c6d2de3a-6ec5-11ea-89df-41bea055720b>

Federal Open Market Committee (2012), *Statement on Longer-Run Goals and
Monetary Policy Strategy*, Federal Reserve,
https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf

Lagarde C. (2020), *La nostra risposta all'emergenza legata al coronavirus*, Blog
della BCE,

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.it.html>

Lane P. (2020), *The monetary polity package: An Analytical Framework*, ECB Blog, <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html>

Matthews D. (2020), *6 things the Federal Reserve can still do to fight the recession*, Vox.com, <https://www.vox.com/future-perfect/2020/4/17/21220919/fed-federal-reserve-stimulus-main-street-lending-program>

Mauro A. (2020), *"Crisi peggiore del 2008, sospendere il Patto di stabilità e crescita"*. *Intervista a Joseph Stiglitz*, The Huffington Post, https://www.huffingtonpost.it/entry/crisi-peggio-del-2008-sospendere-il-patto-di-stabilita-e-crescita_it_5e67da52c5b60557280cace4

Monacelli T. (2020a), *Soldi dagli elicotteri: si può fare?*, Lavoce.info, <http://www.lavoce.info/archives/64449/soldi-dagli-elicotteri-si-puo-fare/>

Monacelli T. (2020b), *Shock da virus, la via stretta della politica monetaria*, Lavoce.info, <http://www.lavoce.info/archives/64009/shock-da-virus-la-via-stretta-della-politica-monetaria/>

Pasetto S. (2020), *Segnalazioni sull'attualità costituzionale straniera*, Corte Costituzionale – Servizio studi area di diritto comparata, n. 34, p. 87

Rich R. (2013), *The Great Recession*, Federal Reserve History, https://www.federalreservehistory.org/essays/great_recession_of_200709

Tooze A. (2020), *How coronavirus almost brought down the global financial system*, The Guardian, <https://www.theguardian.com/business/2020/apr/14/how-coronavirus-almost-brought-down-the-global-financial-system>

U.S. Employment and Training Administration (2020), *Initial Claims [ICSA]*, FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://fred.stlouisfed.org/series/ICSA>

Verbeken D., Rakić D. & Paternoster D. (2019), *Politica monetaria europea*, Note tematiche sull'Unione europea, p. 3

Yglesias M. (2020), *Monday's dramatic Federal Reserve announcements, explained*, Vox.com, <https://www.vox.com/2020/3/23/21190712/federal-reserve-unlimited-quantitative-easing-coronavirus>

Zhou L., Nilsen E. (2020), *"This one is scarier": Obama-era officials say current economic crisis is fundamentally different from 2008*, Vox.com, <https://www.vox.com/2020/3/30/21191352/coronavirus-economic-crisis-2008-obama-administration>

SITOGRAFIA

www.apnews.com

www.bancaditalia.it

www.bankingsupervision.europa.eu

www.cortecostituzionale.it

www.ecb.europa.eu

www.europarl.europa.eu

www.federalreserve.gov

www.federalreservehistory.org

www.ft.com

www.huffingtonpost.it

www.ilsole24ore.com

www.lavoce.info

www.theguardian.com

www.vox.com

www.voxeu.org