



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Finanza, Banche e Assicurazioni

Le politiche monetarie non convenzionali come risposta alla crisi

Unconventional monetary policies as a response to the crisis

Relatore: Chiar.mo

Prof. Papi Luca

Tesi di Laurea di:

Shala Nuredin

Anno Accademico 2018 – 2019

Indice

Introduzione

1. Capitolo: Banca Centrale Europea: storia, funzioni e obiettivi

2. Capitolo: Meccanismi di trasmissione della politica monetaria

3. Capitolo: Evoluzione della politica monetaria durante la crisi

(2007- 2012)

4. Capitolo: Politica monetaria europea, dal 2013-2019

5. Capitolo: Politica monetaria americana dalla crisi ad oggi

6. Capitolo: Prevenire l'insorgere della crisi: la vigilanza unica bancaria

Conclusioni

Introduzione

La recente crisi finanziaria internazionale, una delle più severe registrate sino ad ora, se non addirittura la più grave al pari di quella della “grande depressione” avvenuta nel 1929, ha evidenziato i rischi che generano una deregolamentazione finanziaria eccessiva e gli altissimi livelli dei debiti pubblici per la stabilità economica.

Le principali Banche centrali hanno mostrato la capacità di sostenere una politica monetaria espansiva anche quando il mercato del denaro smette di funzionare appropriatamente.

Il meccanismo smette di funzionare, infatti, quando i mercati perdono liquidità e si segmentano, rendendo poco efficace la politica monetaria del tasso d'interesse. Tutto ciò si osservò nel quarto trimestre del 2008 con il tracollo della liquidità dei mercati interbancari di Europa e Stati Uniti e il crollo dei prezzi dei titoli di debito pubblico e del valore delle valute delle economie emergenti, in seguito al fallimento della banca d'investimenti Lehman brothers.

Queste furono essenzialmente le cause principali della perdita di liquidità, che rese difficile comprare e vendere attività senza influenzare i loro rispettivi prezzi. Domanda e offerta si disconnettono completamente per problemi di percezione

del rischio o per contagio, che fomentano il panico e quindi un “panic selling” generale: i prezzi che si fissano non riflettono più i fondamentali reali. La risposta a questo malfunzionamento da parte delle banche centrali, nella maggioranza dei casi ha implicato l'uso di strumenti non convenzionali, ormai divenuto il principale tema discusso dalle riviste e dagli articoli di natura economica e argomento all'ordine del giorno dei mass media.

Non andrò a spiegare le cause della crisi e la sua evoluzione, dalla crisi dei mutui subprime ad oggi, argomento ormai trattato più volte da tutti gli economisti, ma partirò spiegando le soluzioni che le 2 principali banche centrali (la Fed, la Bce) hanno adottato per cercare di arginare tale crisi impegnandosi su tutti i fronti a far risollevarsi l'economia.

1.Capitolo: Banca Centrale Europea: storia, funzioni e obiettivi

La banca centrale produce un bene impalpabile ma essenziale, come la fiducia, di cui il capitalismo, basato com'è su una piramide di carta, ha un bisogno enorme. E non bisogna dimenticare che "fiducia" viene da "fede": non si può produrre su base meramente contrattuale. E infatti la legittimazione delle banche centrali non viene né dall'attivismo, né dalla capacità di produrre reddito, né, se non in un senso molto indiretto, dall'efficienza. Viene dalla competenza, dalla moderazione, dall'orientamento al medio-lungo periodo, dal rifiuto di assumere compiti esulanti dai propri ruoli primari. Se vi sarà una prossima fase nello sviluppo del central banking, com'io credo, è da questi valori che potrà scaturire.

La Banca centrale europea (BCE) è l'istituzione centrale dell'Unione economica e monetaria e dal 1 gennaio 1999 è incaricata di condurre la politica monetaria della zona euro. La BCE e le banche centrali nazionali di tutti gli Stati membri dell'Unione costituiscono il Sistema europeo di banche centrali. L'obiettivo principale del Sistema europeo di banche centrali è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Dal 4 novembre 2014 la BCE è competente a svolgere

compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi nel quadro del meccanismo di vigilanza unico.

In quanto autorità di vigilanza bancaria la BCE svolge altresì un ruolo consultivo nella valutazione dei piani di risoluzione degli enti creditizi. I padri fondatori dell'Europa, che negoziarono i Trattati di Roma negli anni cinquanta, non si soffermarono sull'idea di una moneta comune. Gli obiettivi iniziali della Comunità economica europea (CEE) erano infatti sostanzialmente limitati alla realizzazione di un'unione doganale e di un mercato agricolo comune, che non si riteneva presupponessero l'integrazione monetaria. Inoltre, all'epoca tutti i paesi della CEE partecipavano a un sistema monetario internazionale (il sistema di Bretton Woods) che funzionava sufficientemente bene e nel cui ambito i tassi di cambio, fissi ma aggiustabili, si mantennero relativamente stabili fino alla metà degli anni sessanta, sia all'interno della CEE sia a livello mondiale.

Riquadro 1.1 Il cammino verso l'euro

- 1962 La Commissione europea formula la prima proposta per un'unione economica e monetaria (Memorandum Marjolin).
- Maggio 1964 La cooperazione fra le banche centrali degli Stati membri della
- Comunità economica europea (CEE) viene istituzionalizzata mediante la creazione di un Comitato dei governatori.
- 1971 Il rapporto Werner definisce un piano per la realizzazione di un'unione economica e monetaria nella Comunità entro il 1980.

- Aprile 1972 Viene introdotto un sistema (detto “serpente monetario”) per il progressivo restringimento dei margini di oscillazione fra le valute degli Stati membri della CEE.
- Aprile 1973 Nasce il Fondo europeo di cooperazione monetaria (Fecom) con il compito di assicurare il corretto funzionamento del serpente.
- Marzo 1979 Entra in funzione il Sistema monetario europeo (SME).
- Febbraio 1986 Viene firmato l’Atto unico europeo (AUE).
- Giugno 1988 Il Consiglio europeo incarica un comitato di esperti presieduto da
 - Jacques Delors (“Comitato Delors”) di formulare proposte per La realizzazione dell’Unione economica e monetaria (UEM).
 - Maggio 1989 Il “rapporto Delors” è sottoposto al Consiglio europeo.
 - Giugno 1989 Il Consiglio europeo stabilisce la realizzazione dell’UEM in tre fasi.
 - Luglio 1990 Ha inizio la Prima fase dell’UEM.
 - Dicembre 1990 è indetta una Conferenza intergovernativa per preparare la Seconda e la Terza fase dell’UEM.
 - Febbraio 1992 Viene siglato il Trattato sull’Unione europea (“Trattato di Maastricht”).
 - Ottobre 1993 Francoforte sul Meno è la sede prescelta per ospitare l’IME e la BCE, viene designato il Presidente dell’IME.
 - Novembre 1993 Entra in vigore il Trattato sull’Unione europea.
 - Dicembre 1993 Alexandre Lamfalussy è nominato Presidente dell’istituendo IME.
 - Gennaio 1994 La creazione dell’IME, il primo del mese, segna l’avvio della Seconda fase dell’UEM.
 - Dicembre 1995 Il Consiglio europeo di Madrid decide il nome della moneta unica e definisce il programma per la sua adozione e per la sostituzione del contante.
 - Dicembre 1996 L’IME presenta al Consiglio europeo campioni di banconote in euro.
 - Giugno 1997 Il Consiglio europeo adotta il Patto di stabilità e crescita.
 - Maggio 1998 Belgio, Germania, Spagna, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo,
 - Paesi Bassi, Austria, Portogallo e Finlandia risultano soddisfare icriteri necessari per l’adozione dell’euro quale moneta unica; vengono nominati i membri del Comitato esecutivo della BCE.

- Giugno 1998 Sono istituiti la BCE e il Sistema europeo di banche centrali (SEBC).
 - Ottobre 1998 La BCE annuncia la strategia e l'assetto operativo per la politica monetaria unica che condurrà a partire dal 1° gennaio 1999.
 - Gennaio 1999 Ha inizio la Terza fase dell'UEM, che comporta l'adozione dell'euro quale moneta unica dei paesi aderenti all'area, la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle vecchie valute nazionali e la conduzione della politica monetaria unica per l'area dell'euro.
 - Riquadro 1 Il cammino verso l'euro (continua)
 - Gennaio 2001 La Grecia diventa il dodicesimo Stato membro dell'UE partecipante all'area.
 - Gennaio 2002 Vengono immesse in circolazione le banconote e le monete in euro, che dal 1° marzo sono le uniche ad avere corso legale nell'area.
- Maggio 2004 Le BCN dei dieci nuovi Stati membri dell'UE entrano

1.2 L'obiettivo principale Bce, la stabilità dei prezzi

La disposizione fondamentale del Trattato in materia di politica monetaria sancisce che l'obiettivo principale dell'Eurosistema è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Tale disposizione riflette il pensiero economico moderno per quanto concerne il ruolo, la portata e i limiti della politica monetaria e stabilisce il fondamento per l'assetto istituzionale e organizzativo del sistema di banche centrali nell'UEM. Vi sono valide ragioni alla base della definizione dell'obiettivo di preservare la stabilità dei prezzi nel Trattato CE. Innanzitutto, come confermano decenni di esperienza pratica e numerosi studi economici, il conseguimento di una stabilità durevole dei prezzi rappresenta il maggiore contributo che la politica monetaria possa offrire al miglioramento delle prospettive economiche e all'innalzamento del tenore di vita dei cittadini. In secondo luogo, i fondamenti teorici della politica monetaria nonché l'esperienza dimostrano che la politica monetaria può incidere, in ultima istanza, esclusivamente sul livello dei prezzi nell'economia. La stabilità dei prezzi rappresenta, quindi, il solo obiettivo realizzabile per la politica monetaria unica nel medio periodo. Per contro, la politica monetaria non esercita alcuna influenza durevole sulle variabili dell'economia reale, se non attraverso gli effetti positivi della stabilità dei prezzi. L'obiettivo della stabilità dei prezzi va inteso

con riferimento al loro livello generale in un'economia e consiste nell'evitare prolungati periodi tanto di inflazione quanto di deflazione. La stabilità dei prezzi concorre a innalzare il livello dell'attività economica e dell'occupazione in vari modi.

1. Innanzitutto consente ai cittadini di individuare più facilmente le variazioni dei prezzi relativi, poiché queste non sono offuscate dalle fluttuazioni del livello generale dei prezzi, permettendo a imprese e consumatori di basare le loro decisioni di spesa e di investimento su informazioni migliori. In tal modo il mercato può dirigere le risorse verso gli impieghi più produttivi. Contribuendo a questa più efficiente allocazione delle risorse, la stabilità dei prezzi aumenta il potenziale di crescita dell'economia.

2. Se gli investitori possono avere la certezza che i prezzi resteranno stabili, non richiederanno un "premio per il rischio di inflazione" per compensare le potenziali perdite connesse con la detenzione di attività nominali a più lungo termine. Riducendo l'incidenza di simili premi sul tasso di interesse reale, la politica monetaria può promuovere l'efficienza allocativa del mercato dei capitali, accrescere quindi gli incentivi agli investimenti e favorire in ultima analisi il benessere economico.

3. La fiducia nel mantenimento della stabilità dei prezzi riduce le probabilità che privati e imprese distolgano risorse dagli impieghi produttivi per tutelarsi dall'inflazione. Ad esempio, un contesto di elevata inflazione spinge a fare scorta di beni reali poiché, in tali circostanze, questi conservano il proprio valore meglio della moneta e di alcune attività finanziarie. Ciò non costituisce, tuttavia, una scelta di investimento efficiente e ostacola quindi la crescita economica.

4. I sistemi tributari e di previdenza e assistenza sociale possono generare incentivi perversi che distorcono i comportamenti economici. Nella maggior parte dei casi tali distorsioni sono acute dall'inflazione e dalla deflazione. La stabilità dei prezzi elimina i costi economici reali che emergono allorché l'inflazione accresce l'effetto distorsivo dei sistemi tributari e previdenziali.

5. Il mantenimento della stabilità dei prezzi evita la considerevole e arbitraria redistribuzione di ricchezza e di reddito associata a situazioni sia inflazionistiche che deflazionistiche. Come dimostrano diversi episodi occorsi nel ventesimo secolo, la presenza di alti tassi di inflazione o deflazione tende a generare instabilità sociale e politica, pertanto la prevenzione di questi fenomeni contribuisce a salvaguardare la coesione e la pace sociale.

2 Capitolo: I meccanismi di trasmissione della politica monetaria

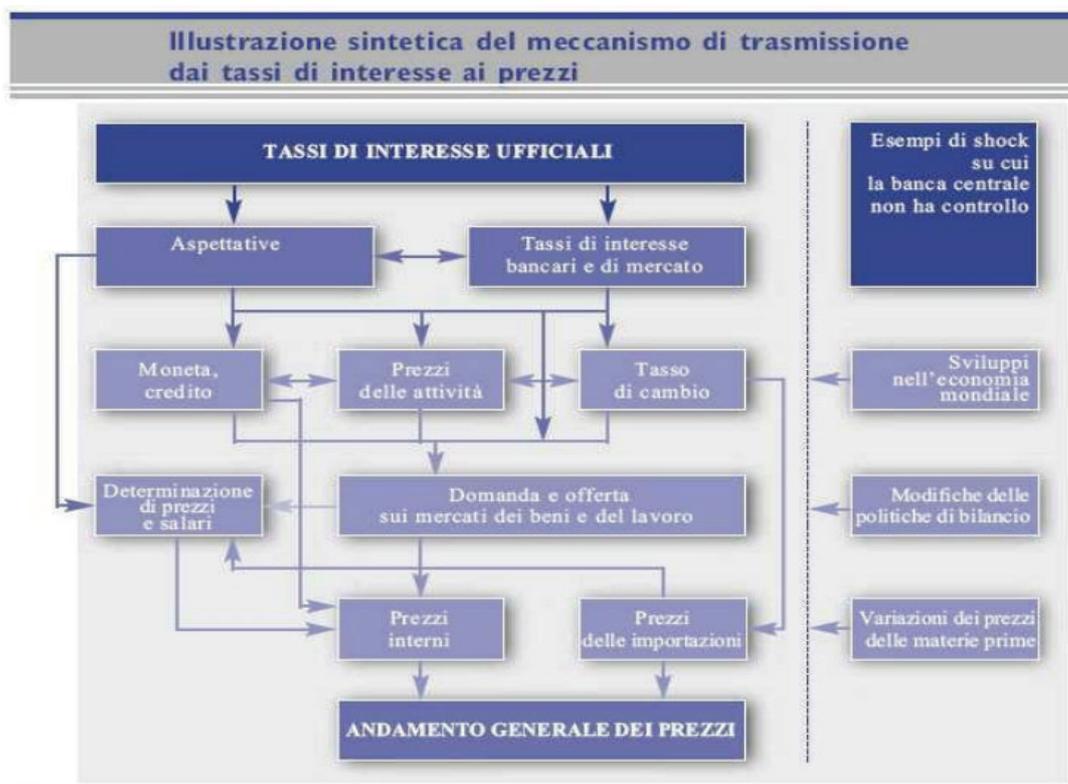
2.1 Il meccanismo di trasmissione

Per introdurre le politiche monetarie effettuate dalle principali Banche Centrali, è necessario parlare prima del cosiddetto meccanismo di trasmissione, ovvero il percorso che conduce da un provvedimento di politica economica ai suoi effetti finali, di norma prestabiliti, in altre parole di quei canali che permettono di raggiungere determinati obiettivi in termini di variabili reali. La conoscenza di tali meccanismi è imprescindibile dato che è attraverso di essi che l'impulso iniziale delle autorità si traduce nell'obiettivo auspicato. Le autorità intervengono utilizzando strumenti con il fine ultimo di influenzare il valore di variabili macroeconomiche che costituiscono gli obiettivi finali della politica economica, quali la stabilità dei prezzi e del sistema finanziario per quanto riguarda la BCE, a cui si aggiungono per la Federal Reserve, una elevata occupazione, un tasso di crescita sostenuto, la stabilità del mercato valutario e la riduzione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine, che pertanto si trova a perseguire 6 obiettivi. Il legame causale tra gli strumenti e gli obiettivi non è mai diretto dato

che dipende dal comportamento di molti fattori e degli agenti economici (famiglie, imprese, banche...) e quindi è solitamente mediato da obiettivi intermedi. Il processo di questo meccanismo inizia dal momento in cui la Banca Centrale interviene nel mercato monetario. Le azioni adottate hanno effetto sui tassi d'interesse di breve periodo. L'effetto dei tassi d'interesse rispetto a quelli a più lungo periodo e rispetto al prezzo di altre attività che potrebbero avere un impatto sulla domanda aggregata, e pertanto sui prezzi, non è del tutto prevedibile, come non lo sono nemmeno i ritardi con cui questi effetti potrebbero manifestarsi. Nella figura sotto riportata si mostra uno schema dei principali canali attraverso cui opera il meccanismo di trasmissione. Possiamo dedurre che il cammino delle variabili obiettivo attraverso l'influenza degli strumenti di cui dispone la banca centrale è abbastanza intricato e che può essere difficile attuarlo nella pratica. Sono due le principali scuole di pensiero: la money view e la lending view, che si distinguono essenzialmente per il diverso approccio utilizzato. La prima è riassumibile con un approccio di portafogli, studiando la relazione tra i fenomeni monetari e reali e assumendo che i soggetti economici ripartiscono la propria ricchezza su una gamma di attività finanziarie e reali in base alle proprie preferenze e al vincolo di bilancio e comprende la scuola keynesiana e monetarista. L'implicazione dei meccanismi di trasmissione sta nell'efficienza sociale degli effetti della politica monetaria ovvero i soggetti economici si adeguano alle nuove condizioni di liquidità eliminando solamente

le decisioni di spesa meno redditizie.

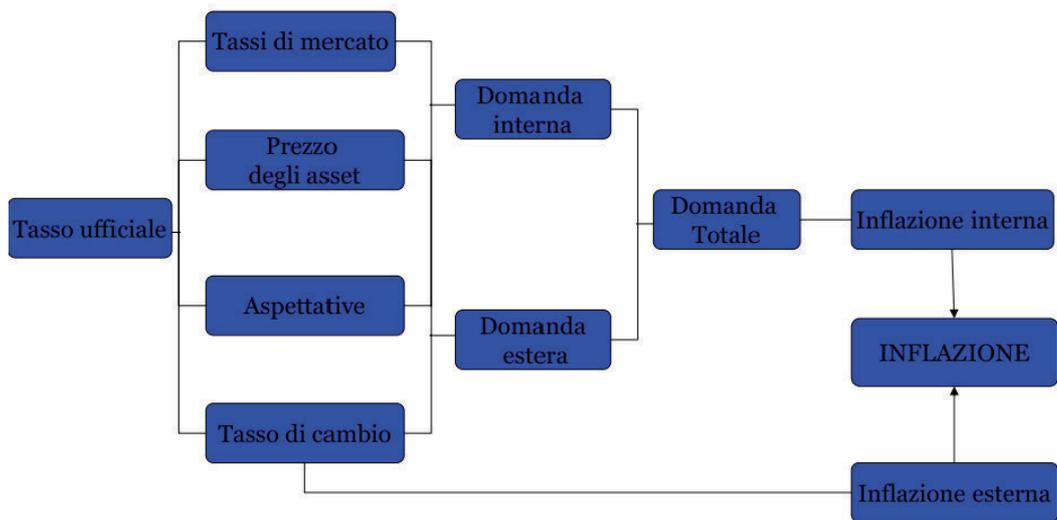
Figura1



L'implicazione della seconda scuola, la lending view, si oppone a quella della money view: la politica monetaria ha effetti distributivi tra le imprese perché se dipendenti dal credito bancario, esse sono costrette a rinunciare ai loro progetti anche se più redditizi, dal momento che da quest'ottica i soggetti economici non sempre si trovano a scegliere solamente in base a criteri di convenienza perché nei mercati finanziari ci sono imperfezioni che pongono dei vincoli.

2.2 I canali di trasmissione

Fig. 2



Come anticipato in precedenza dallo schema sopra riportato, è possibile individuare 5 diversi canali importanti attraverso i quali le misure di politica monetaria hanno effetto sull'attività economica e sui prezzi: il canale tradizionale o del tasso di interesse, il canale del credito, il canale del tasso di cambio, il canale del prezzo delle attività, finanziarie e reali, e il canale delle aspettative. Per rendere più verosimile la spiegazione dei diversi canali, ipotizzeremo sempre che la banca centrale abbassi i tassi d'interesse, politica che stanno adottando le diverse Banche Centrali, per cercare di immettere liquidità nel sistema, e quindi per agevolare gli investimenti e i consumi.

Analizzeremo questi canali singolarmente, seguendo lo schema della figura 2, per capire meglio il loro funzionamento, restando però con l'idea che non sono canali a "compartimenti stagni", al risultato finale (variazione del prodotto o stabilità dei prezzi) contribuiscono tutti questi canali contemporaneamente come riporta la figura 1 di prima. Non agiscono tutti con la stessa intensità, e il differente apporto dato dai diversi canali è dovuto alle frizioni dei mercati finanziari e dei capitali.

Canale del tasso di interesse

La trasmissione della politica monetaria mediante questo canale altro non è che la money view ed è il meccanismo tradizionale della letteratura economica degli ultimi 50 anni. In particolare è il meccanismo del modello keynesiano che nelle ultime decadi ha ricevuto importanti critiche circa la capacità di spiegare la potenza della politica monetaria. Secondo quest'ottica, il tasso di interesse è la principale variabile per spiegare il meccanismo di trasmissione monetaria. Il filo logico è il seguente:

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow, C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Seguendo questo schema, un aumento dell'offerta monetaria (M) produce una riduzione del tasso d'interesse nominale, e tenendo in conto che i prezzi dell'economia non si aggiustano istantaneamente, si riduce

contemporaneamente il tasso di interesse reale (i) di breve periodo e ungo periodo. Dato che questa variabile è una misura del costo finanziario, stimola gli investimenti delle imprese e i consumi delle famiglie (preferendoli ai consumi futuri), che a sua volta produce un aumento della domanda aggregata e di conseguenza del prodotto reale (Y). L'incremento del tasso di interesse reale influenza le decisioni di risparmio e di investimento delle famiglie e delle imprese.

Il canale del credito

La letteratura che critica il canale tradizionale è di ampia mole. Tra gli economisti spicca l'ex governatore della Fed Bernanke e Gertler (1995). Questo nuovo approccio del credito, in termini generali afferma che la politica monetaria non solo ha effetti sull'attività economica, influenzando i tassi d'interesse di breve periodo, ma anche nel medio periodo.

In termini generali, il nuovo approccio del credito afferma che la politica monetaria non solo produce effetti nell'attività economica, influenzando i tassi di interesse di breve periodo, ma anche influenzando la disponibilità economica o i termini necessari al contrattazione di nuovi crediti bancari. Pertanto non deve essere considerato un meccanismo di trasmissione differente a quello

tradizionale della politica monetaria, ma un insieme di fattori che amplificano e propagano gli effetti convenzionali del tasso d'interesse.

In quest'ottica, è possibile individuare due sotto canali. Se considerassimo il canale del credito con un approccio ristretto al solo credito bancario, esso si differenzerebbe dal canale tradizionale per il fatto che focalizza l'attenzione nel lato dell'attivo bancario. Una politica monetaria espansiva aumenterebbe i depositi che dovrebbero essere accompagnati da un incremento dei crediti distribuiti dalle banche. Questo avrà effetto sull'attività reale se l'autorità monetaria sia capace di influenzare l'offerta di credito, e pertanto non dovrebbe esserci nel bilancio delle banche un altro attivo che sia un sostituto perfetto del credito alle imprese.

Schematicamente tale canale del credito bancario è riassumibile come segue:

$M \uparrow \rightarrow \text{depositi bancari} \uparrow \rightarrow \text{prestiti bancari} \uparrow \rightarrow I \uparrow, C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Seguendo invece un approccio più ampio, considerando quindi la ricchezza finanziaria, e il costo di fondi esterni: il canale creditizio finanziario, una politica monetaria espansiva (con la conseguente diminuzione dei tassi) influenza direttamente e indirettamente la posizione finanziaria dei debitori inducendo due effetti rilevanti per il finanziamento alle imprese. In primo luogo se si mantengono i debiti a tassi variabili, la riduzione del tasso d'interesse riduce i

costi finanziari che a loro volta aumentano i flussi di cassa netti. In secondo luogo, un tasso di interesse minore implica un prezzo maggiore per gli attivi che aumenta il valore delle garanzie offerte dalle imprese. In altri termini si riduce il rischio morale dato che aumenta la disponibilità di finanziamento interna, e aumentano i crediti erogati. Schematicamente:

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{flusso di cassa} \uparrow \rightarrow \text{selezione avversa e rischio morale} \downarrow \rightarrow$
 $\text{credito} \uparrow \rightarrow I \uparrow, C \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Canale del tasso di cambio

La riduzione dei tassi di interesse dovuta alla politica monetaria espansiva, in un paese genera un differenziale di rendimento sul mercato internazionale dei capitali, che determina un deprezzamento del cambio nominale per bilanciare le aspettative. Esso induce ad un conseguente deprezzamento del cambio reale, ovvero la moneta nazionale perde valore deprezzandosi, che si traduce in un aumento di competitività determinando effetti espansivi sulle esportazioni nette, e quindi anche sulla domanda aggregata e sul reddito.

In altre parole, riducendo il tasso d'interesse, i titoli essendo meno redditizi perdono appeal e attrazione dagli investitori esteri. Ciò, fa sì che anche i residenti vogliono investire all'estero, domandando moneta straniera. La

domanda di moneta nazionale diminuisce, ed essendo minore all'offerta si deprezza. I prodotti nazionali diventano più competitivi non solo sul territorio nazionale ma anche fuori dai confini. Aumentando le esportazioni, aumenta anche la produzione.

$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow TC \uparrow \rightarrow TCR \uparrow \rightarrow EN \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

L'influenza della politica monetaria sul tasso di cambio nominale dipende fondamentalmente dal grado di apertura dell'economia, in particolare del grado di integrazione finanziaria con l'estero, altrimenti detta mobilità dei capitali. L'economista Mundell affermava che se esista un grado di scambi finanziari con il resto del mondo, i tassi di cambio sarà sostenibile se assicura la uguaglianza tra le rendite attese degli attivi domestici e stranieri con caratteristiche simili, denominati entrambi con una medesima moneta.

Il canale del prezzo di altri attivi

La letteratura economica lo considera determinante per gli impulsi verso il prodotto reale e il livello dei prezzi. Normalmente, il prezzo di altri attivi fa riferimento al prezzo dei titoli di stato, delle azioni e dei beni durevoli fondamentali (terreni, case...). Alcuni autori (Zuniga, Meltzer...) sostengono che questo canale di trasmissione è applicabile per lo più alle economie con mercati sviluppati nei quali ci sono importanti borse dei valori interrelazionate e grandi e consolidati mercati azionari, dove l'emissione di azioni è una alternativa importante per ottenere i fondi necessari per le imprese, e dove i consumatori sono soliti investire per cercare di diversificare la ricchezza. La politica monetaria influenza la i , ma anche il prezzo di altri attivi reali, riconoscendo che il mercato di questi attivi rispondono rapidamente ai cambiamenti effettuati.

L'idea principale dell'effetto nel prezzo di altri attivi è la seguente:

$M \uparrow \rightarrow P \text{ attivi} \uparrow \rightarrow q \text{ di Tobin} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow$

Dove la q di Tobin, in modo molto semplicistico, non è altro che un rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. Tale valore è semplicemente il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. Il prodotto reale e i prezzi solo nel breve periodo, o sempre, nel

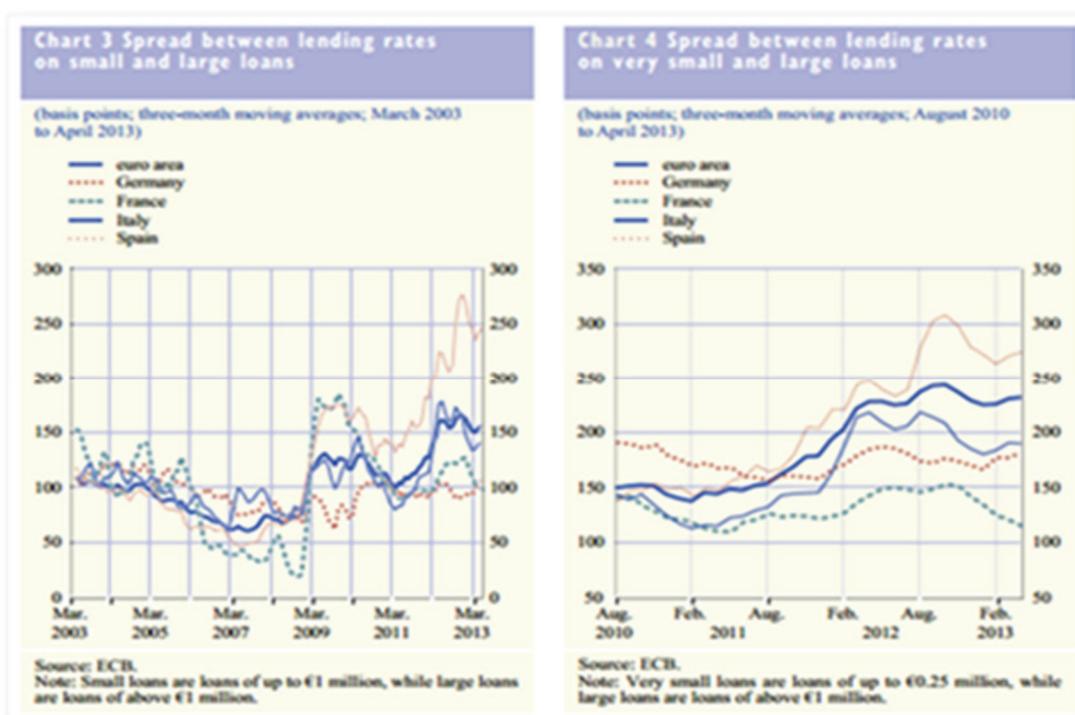
momento in cui gli agenti economici si aspettino che i cambiamenti siano permanenti. Se per esempio penseranno che un aumento di M sia permanente, inizieranno a sostituire il denaro, comprando attivi reali che farà aumentare il loro prezzo. Nel momento in cui si aspettavano che il cambiamento era transitorio, i prezzi di tali attivi sarebbero rimasti invariati.

2.3 Inceppamento del sistema di trasmissione 2003-2009

Uno dei problemi che l'economia ha affrontato nel corso della storia è stato quello di moderare le oscillazioni dei cicli economici, cercando di evitare i cambiamenti bruschi da periodi di grande espansione a periodi di contrazione e recessione acuta. La politica economica per l'appunto è una delle chiavi per controllare questi cicli. Come soprariportato le Banche Centrali incrementano i tassi d'interesse delle economie in espansione e surriscaldate, e li riducono in periodi di economie recessive. È sulla bocca di tutti che il sistema finanziario gioca un ruolo fondamentale nel sistema economico attuale, dato che canalizza il risparmio verso gli investimenti e il consumo, e questo tipo di trasmissione è influenzato modificando i tassi. L'aumento dei finanziamenti alle banche, che ha coinciso con un incremento simultaneo dell'instabilità politica che ha provocato un innalzamento dei tassi esigiti per il debito pubblico, unito al crollo della fiducia verso le banche, ha fatto sì, che gli investitori privati esigessero una redditività maggiore per le emissioni di debito delle entità finanziarie. Tutti questi fattori determinano una rottura del sistema di trasmissione della politica monetaria che regola l'attività economica, con il risultato di un aumento del differenziale (spread) tra i tassi della Bce e quelli esigiti alle banche. In altri termini, i costi di raccolta per le banche sono aumentati, una delle principali cause del calo

drastico dei prestiti erogati, in particolare alle imprese di piccole dimensioni (PMI).

FIGURA.3 DIFFERENZIALE DAI TASSI D'INTERESSE TRA PMI E GRANDI IMPRESE:



L'aumento del costo del denaro per le PMI, riduce la domanda di credito, come evidenzia la figura sopra riportata, che a sua volta contrae l'economia, dato che l'erogazione del credito è un elemento essenziale per il recupero dell'economia.

È evidente pertanto, come la politica monetaria non è efficace, nel momento in cui i tassi evidenziati dalle Banche Centrali, non si trasmettono nell'economia reale. Questo problema si sta manifestando in particolar modo nell'area

dell'unione europea, un'economia caratterizzata e predominata soprattutto da PMI. Sono le economie caratterizzate da imprese di piccole dimensioni a risentirne di più dato che tali imprese dipendono in maggior misura alle entità bancarie rispetto alle industrie di grandi dimensioni che possono accedere al credito non solo grazie ai finanziamenti delle banche, ma anche con altre fonti (emissione di bond, quotazione nei mercati borsistici, aumenti di capitale se imprese già quotate). Anche l'aumento di emissioni di bond per finanziare i debiti pubblici ha provocato un effetto spiazzamento, preferendoli alla erogazione di credito, essendo i titoli di debito pubblico "più sicuri". Come abbiamo visto, l'intorno economico non ha favorito il finanziamento alle piccole imprese. La situazione è peggiorata anche se si paragona con le grandi imprese, esigendo dalle piccole interessi più alti, riflettendo l'idea che supponessero un rischio maggiore.

In condizioni normali, prendendo in considerazione al momento il solo caso dell'Europa, la politica monetaria della Bce dovrebbe determinare, attraverso il tasso ufficiale, i tassi pagati dalle imprese attraverso il finanziamento bancario, condizionando in questo modo i costi di finanziamento di queste imprese. Tuttavia, come già accennato in diverse occasioni, la crisi finanziaria ed economica, ha rotto questa catena di trasmissione, tanto che i tassi di interesse ufficiali della Banca Centrale e i tassi dei prestiti offerti, seguono due linee, due

strade differenti, pregiudicando e mettendo in ginocchio le piccole imprese. È per cercare di recuperare il malfunzionamento e le mancanze del meccanismo di trasmissione che le banche centrali, dopo l'acuirsi della crisi del 2007, hanno iniziato ad adottare misure di politica monetaria non convenzionale. Pertanto, prioritario per la BCE, come per tutte le banche centrali delle aree economiche che dipendono dalle imprese di piccole dimensioni, facilitare il loro finanziamento. Come vedremo in seguito per favorire questi finanziamenti, la Bce ha utilizzato diverse soluzioni, come l'accettazione dei prestiti per le PMI, come collateral, ovvero come garanzia, o comprando direttamente questi prestiti dalle banche.

3 Capitolo: evoluzione della politica monetaria durante la crisi (2007-2012)

3.1 Cosa si intende per politiche non convenzionali

Boria e Disyadat (2009) definiscono la politica monetaria non convenzionale o “politica di bilancio” come un procedimento mediante il quale una Banca Centrale cerca di influenzare le condizioni finanziarie in un modo più diretto, per mezzo di cambiamenti sostanziali nel suo bilancio, in termini di dimensione, composizione e profilo di rischio.

La differenza fondamentale rispetto alla politica dei tassi d’interesse di breve periodo si individua nel fatto che la politica monetaria non convenzionale cerca di stabilire obiettivi su segmenti di cui non compete che eccedono il mercato interbancario e su cui la Banca Centrale in generale possiede un minore controllo. Prima delle turbolenze finanziarie originatesi nell’estate del 2007, data stabilita di comune accordo da tutta la letteratura accademica, il dibattito sulle misure di politica monetaria non convenzionali, era strettamente legato con il problema della soglia limite del tasso d’interesse, la soglia zero altrimenti detto “Zero Lower Bound”.

Il problema del limite 0% si ha in situazioni di crisi profonda e rappresenta un limite inferiore per il tasso nominale, dato che sarebbe inutile qualsiasi tentativo di ridurlo ulteriormente: i soggetti preferirebbero mantenere contanti piuttosto che prestare le proprie disponibilità o detenere depositi con un tasso d'interesse negativo. Lo zero lower bound, il limite inferiore dello 0%, limita le possibilità della banca centrale di ridurre maggiormente i tassi reali. Le misure non convenzionali tradizionalmente si considerano un'alternativa per produrre uno stimolo di politica monetaria una volta che il tasso nominale ha raggiunto la soglia 0%. Per esempio, con il "rilassamento monetario", più comunemente noto come Quantitative Easing, si cerca di produrre importanti aumenti nelle riserve delle autorità di credito e bancarie, per stimolare la domanda delle attività più produttive attraverso gli effetti sulla composizione dei portafogli. Il quantitative easing è inefficace quando i tassi di interesse non stanno in prossimità dello zero lower bound, poiché i tassi positivi rappresenterebbero un costo opportunità che disinvolierebbe il mantenimento delle riserve addizionali da parte delle autorità di credito.

In risposta alla crisi finanziaria, sono state adottate dalle banche centrali anche misure innovative e per questo motivo i teorici hanno iniziato a studiare circa la convenienza di applicare differenti misure non convenzionali, in base alle circostanze e all'intorno economico da cui si dipende.

Le ricerche hanno dimostrato non solo che possono esserci cambiamenti nelle riserve delle entità di credito a qualsiasi livello di tassi d'interesse ufficiale, nei casi in cui, come accade nella zona euro, si remunerano le riserve nella banca centrale (Cúrdia e M. Woodford, «The Central Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy»), ma che possono essere giustificate anche altre misure non convenzionali diverse dall'espansione di liquidità per far fronte alle importanti difficoltà che hanno luogo nel meccanismo di trasmissione. Per l'appunto, si massimizza l'efficacia di queste misure non convenzionali se si tenta di superare una difficoltà specifica, e non più di una in generale. In altri termini, si deve cercare di affrontare specifiche distorsioni nel mercato e le misure non convenzionali possono essere utilizzate per rafforzare l'orientamento della politica monetaria se tali distorsioni influenzano il meccanismo di trasmissione. Ovviamente, allo stesso tempo, non sono giustificate misure non convenzionali in circostanze normali. Infatti, da una parte, i benefici derivati applicando queste misure aumentano con la gravità della perturbazione economica. D'altra parte, se le misure fossero adottate in circostanze normali, i costi supererebbero i benefici indotti come una eccessiva esposizione al rischio per il bilancio della banca centrale. Abbiamo già detto che le politiche monetarie non convenzionali o politiche di espansione monetaria quantitativa del bilancio, devono essere viste come un'estensione naturale delle operazioni convenzionali delle banche centrali, quando i tassi d'interesse

ufficiali raggiungono livelli bassissimi. Tali politiche di espansione monetaria quantitativa sono denominate anche politiche di rilassamento quantitativo che è la traduzione letterale del termine inglese Quantitative Easing (QE).

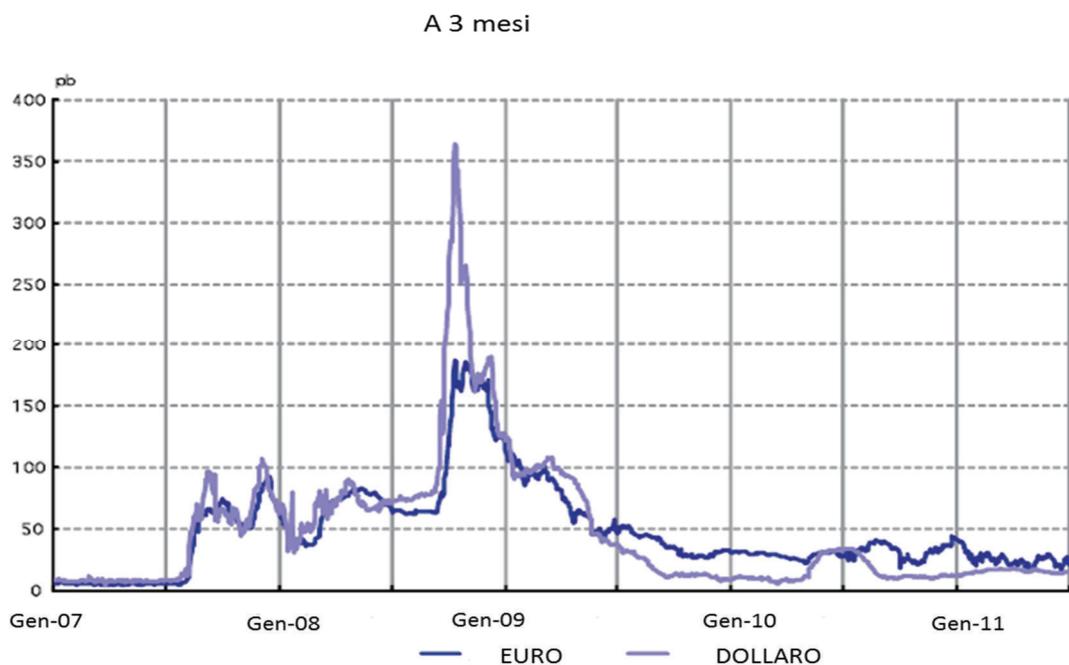
Questa definizione fu utilizzata per la prima volta per definire la politica della Banca del Giappone tra il 2001 e 2006 (Shiratsuka, 2009), che era una politica di bilancio che si sviluppava nell'espansione delle riserve bancarie. Ogni paese ha sviluppato una politica non convenzionale distinta condizionata dal tipo di struttura della propria economia, ovvero dal modo in cui famiglie e imprese ottengono finanziamento. Per esempio, il finanziamento nell'economia europea dipende molto più dal settore bancario rispetto all'economia americana che piuttosto dipende in misura maggiore dai mercati dei capitali. Per questa ragione le misure non convenzionali nell'Eurozona sono state dirette ad un appoggio del credito, aumentando iniezioni di liquidità alle entità di credito, includendo anche le operazioni di acquisto dei bond garantiti e di altri attivi privati, mentre negli Stati Uniti si sono preoccupati ad incrementare il credito in diversi segmenti del mercato del credito attraverso interventi nella pertinente classe di attivi.

3.1 Le misure non convenzionali della Bce come risposta alla crisi, l'espansione dei meccanismi di fornitura di liquidità

Dall'inizio della crisi, la Bce ha introdotto politiche monetarie non convenzionali complementari alle sue decisioni riguardo il livello del tasso di interesse ufficiale. L'evoluzione della crisi ha inoltre reso necessario cambiamenti delle misure adottate. Se dare un orientamento alla politica monetaria, è un compito abbastanza complicato già di per sé in circostanze normali, si fa ancora più difficile quando il contesto economico cambia in modo drastico e rapidamente, venendosi a creare un elevato grado di incertezza. Un indicatore comunemente accettato per misurare il livello delle tensioni nei mercati monetari è il differenziale tra il tasso d'interesse EURIBOR di un deposito e quello di un Overnight Interest Swap (OIS) di uno stesso periodo.

Il grafico sottostante mostra l'evoluzione di questo differenziale per il periodo a 3 mesi. È possibile osservare come il livello di rischio è aumentato considerevolmente a partire dall'agosto 2007. Da allora i differenziali si mantennero abbastanza costanti, fino all'autunno dell'anno seguente quando il fallimento della banca d'investimenti americana provocò un impennamento delle tensioni finanziarie e quindi anche del differenziale preso in considerazione.

Figura 4 Differenziale tra il tasso interbancario e quello degli OIS:



La Bce ha il merito di essere stata una delle prime tra tutte le banche centrali a intervenire per rispondere alle disfunzioni che si osservarono nel mercato interbancario nella metà del 2007. Le iniezioni di liquidità della Bce furono seguite da quelle delle altre banche centrali, sufficienti per impedire che l'onda di paralisi delle transazioni interbancarie generasse un collasso finanziario generale e quindi permisero di mantenere in vita l'intero sistema finanziario.

La domanda di liquidità era sempre maggiore ed era dovuta alla sfiducia nel funzionamento dei mercati monetari e da un'attitudine delle entità di credito sempre più cauta. La maggiore domanda fu soddisfatta distribuendo il massimo

dell'importo stimato nelle operazioni settimanali e aumentando il periodo medio dei suoi prestiti, in altre parole allungando le scadenze, attraverso di prestiti a più lungo periodo, le LTRO (Long Term Refinancing Operation) inizialmente a 3 mesi, successivamente allungate ulteriormente a 6 mesi, in sostituzione delle operazioni principali MROs (Main Refinancing Operations) il quale periodi di scadenza è una settimana. Questa iniziale risposta non determinò cambiamenti sostanziali nella dimensione del bilancio della Bce poiché parte di quanto somministrato, era riassorbito dai depositi overnight, dove le entità che non erano molto predisposte e prestare nei mercati, collocavano l'eccesso di liquidità. Pertanto la Bce intervenne con un'immediata e massiccia iniezione di liquidità come risposta al repentino aumento dell'avversione al rischio e della sfiducia sia nei confronti del funzionamento del mercato monetario e finanziario, sia tra gli stessi intermediari, che portò al fallimento nel 15 settembre del 2008 della Lehman Brothers. Nell'ottobre del 2008, dopo il fallimento della banca d'investimenti dovuto alla chiusura, al blocco del mercato interbancario, che provocò una ritirata generale di liquidità nei mercati internazionali dei capitali e pertanto a una drastica revisione al ribasso di tutte prospettive macroeconomiche, si rese fondamentale un intervento sempre più massiccio della banca centrale. Si entrò in una forte recessione e iniziarono i timori di una eventuale deflazione. In risposta a tali problemi, la Bce tagliò drasticamente i tassi d'interesse ufficiali di ben 325 punti base nel periodo che intercorre tra

l'ottobre del 2008 e il maggio del 2009. Inoltre, la Bce e le altre autorità monetarie, oltre ad essere più flessibili e ad iniettare liquidità al sistema, cercarono di introdurre misure per riparare altri importanti segmenti dei mercati finanziari per la trasmissione della politica monetaria. *La Bce* ha continuato a soddisfare la domanda lorda di liquidità delle entità, e quindi di esercitare la funzione di redistribuzione dei fondi propria del mercato interbancario. Questo avvenne perché l'avversione al rischio e la sfiducia nella solidità finanziaria delle banche, fecero sì che le banche stesse smisero di prestarsi tra loro il denaro, soprattutto nelle operazioni interbancarie senza garanzia. In questo modo, per far fronte a queste disfunzioni del mercato, la Bce sostituì il sistema tradizionale delle subaste con un tasso d'interesse variabile, con uno a tassi fissi e con la piena aggiudicazione dei fondi richiesti. Fu una rilevante innovazione nel quadro operativo che implicò la rinuncia al controllo delle quantità da parte della Banca Centrale. In certi periodi di questa recente crisi, si verificarono casi in cui si ridusse sensibilmente la disponibilità liquide di determinate divise. La crisi dei mutui subprime, dovuta alla cartolarizzazione dei mutui a più alto rischio, provocò durante tutto il 2007, provocò sensibili problemi di scarsità del dollaro nei mercati di finanziamento di breve periodo europeo. Per facilitare i pagamenti denominati in dollari, la Bce in accordo con la Federal Reserve, crearono appositi swaps, che permisero nel dicembre dello stesso anno che permisero di realizzare due operazioni per fornire liquidità in dollari.

Queste subaste ebbero successo e iniziarono a svolgersi regolarmente a partire dal luglio 2008 e gradualmente aumentarono sia gli importi, i volumi, che il periodo di scadenza di questi tipi di contratto, arrivando fino a 84 giorni. Dall'ottobre 2008, accordandosi con la Banca Nazionale svizzera, si avviarono le medesime operazioni swaps anche per il franco svizzero. Le tensioni finanziarie provocarono anche un aumento della domanda di attività di qualità elevate, allo stesso tempo però, il lato dell'offerta fu soggetto a una sensibile diminuzione di queste attività di qualità perché vittime di un'ondata di declassamenti da parte delle principali agenzie di rating di tutte le attività finanziarie nel complesso. La Bce, come tutte le altre Banche Centrali, che fino ad allora accettava come garanzia per i suoi prestiti solamente titoli di qualità, per cercare di fornire liquidità alla maggior parte delle banche che ne necessitavano e affinché il collateral, non fosse una restrizione per l'accesso alla disponibilità di tale liquidità, flessibilizzò la sua politica del collateral, caratterizzandola sin dal principio dell'accettazione di un insieme ampio e vario di attivi. La Bce inizia ad accettare pertanto come garanzia anche i "titoli spazzatura" (junk bond). Il collaterale non è altro che una quantità di un'attività finanziaria che è data in garanzia. Contemporaneamente a tutte queste nuove operazioni introdotte, la Bce per cercare di ristabilire il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, iniziò ad acquistare attività dirette ai mercati chiave per il finanziamento delle banche.

Nel maggio 2009 attuò il “Covered Bond Purchase Programme” (CBPP), un programma di acquisti di buoni bancari garantiti da attivi di qualità elevata. Il programma prevedeva l’acquisto a scaloni fino ad un importo massimo di 60 miliardi di euro, cifra che venne raggiunta nel maggio dell’anno seguente. L’obiettivo di questo programma era quello di migliorare la liquidità di questo segmento di mercato che tradizionalmente ha sempre svolto un ruolo importante come somministratore di grandi fondi per le banche europee e che era stato fortemente colpito dalla crisi. Per la grandezza del programma lo scopo della Bce non era quello di tamponare questo mercato, ma incentivare il suo recupero, prevenendo la possibilità che il suo rallentamento potesse ripercuotersi nel volume e nel costo del credito concesso alle banche, e pertanto nell’adeguata trasmissione della politica monetaria. Tutte queste misure adottate contribuirono a migliorare la trasmissione della politica monetaria, riducendo significativamente i differenziali tra i tassi d’interesse interbancari non garantiti e quelli garantiti.

Infatti, inizialmente le misure non convenzionali messe in atto, diedero i loro frutti e le tensioni finanziarie diminuirono. Di fatto, nella seconda metà del 2009 le condizioni finanziarie si normalizzarono e questi miglioramenti si tradussero in una progressiva ritirata delle misure non convenzionali dal programma. Le condizioni cambiarono alla fine del 2009, quando iniziarono le prime

manifestazioni della crisi dei debiti sovrani che rese necessaria la rivalutazione del graduale processo di ritirata e a disegnare nuovi strumenti di politica monetaria fino ad allora mai adoperati.

3.2 Le prime manifestazioni della crisi dei debiti sovrani (fine 2009)

Nell'autunno del 2009 iniziarono a manifestarsi preoccupanti disequilibri nei conti pubblici della Grecia, che iniziarono a porre il quesito circa la sostenibilità del debito pubblico del Paese. Le pressioni si fecero sentire, anche se non allo stesso modo, sul prezzo dei buoni pubblici e bancari dei paesi dell'area euro in situazioni più critica: Greci, Italia, Portogallo, Irlanda e Spagna, i cosiddetti PIIGS. Il considerevole aumento del costo del debito greco, dovuto all'innalzamento dello spread rispetto ai titoli di stato privi di rischio, arrivò ad impedire che il paese si finanziasse nei mercati e nell'aprile del 2010 il governo greco chiese aiuti finanziari alla Unione Europea e al Fondo Monetario Internazionale, che data l'assenza di un meccanismo istituzionale, dovettero agire ad hoc, appositamente, concedendo un prestito bilaterale soggetto e delle strettissime condizioni. Per evitare eventuali nuovi interventi ad hoc, la Bce pochi giorni dopo costituì il programma per il mercato dei valori, il Securities Markets Programme (SMP), un programma a carattere temporaneo e limitato per comprare titoli pubblici nel mercato secondario. Con questa misura si voleva cercare di impedire un "effetto domino" nel resto degli altri paesi in crisi, cioè che le tensioni si generalizzassero al resto dei paesi dell'unione, e di incrementare la liquidità in determinati settori di questi mercati, tenendo sempre sotto osservazione la corretta trasmissione della politica monetaria.

Per evitare un'espansione smisurata della base monetaria, questi acquisti erano sterilizzati con operazioni settimanali di drenaggio. Inizialmente si acquistarono solo titoli di debito della Grecia, in seguito, però iniziarono a utilizzare questo programma anche con altri paesi soggetti a tensioni dell'Unione acquistando i loro titoli di stato. Gli stati membri dell'UE e il FMI accordarono nel giugno 2010 la creazione di un dispositivo provvisorio di assistenza finanziaria, il Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (European Financial Stability Facility EFSF), comunemente noto come "fondo salvi stati". Questo dispositivo si dovette attivare per Irlanda e Portogallo, poiché la sfiducia degli investitori e il desengaje del premio di rischio obbligarono i Governi di questi paesi a richiedere assistenza finanziaria rispettivamente nel novembre 2010 e nell'aprile 2011. Questi episodi motivarono una reintroduzione degli acquisti da parte del SMP, anche se con volumi molto più bassi rispetto all'intervento nel periodo della crisi del debito greco. Durante questo periodo, il saldo degli acquisti del SMP si stabilizzò intorno ai 77 miliardi di euro. Le tensioni manifestate nuovamente in tutti i mercati, furono il motivo della reintroduzione per una seconda volta della linea degli swaps di comune accordo con la Fed, riiniziando le subaste in dollari. Questi accordi vennero prorogati nuovamente e inoltre, preventivamente, per soddisfare la potenziale domanda di sterline inglesi dovuta alla crisi irlandese, si costituì una linea di swaps anche con la Banca d'Inghilterra. Le tensioni dei tassi d'interesse dei mercati monetari obbligarono la Bce a mantenere una linea

accomodante per fornire liquidità e nell'ottobre 2010 attuò il secondo programma di covered bonds (Covered Purchase Programme 2 o CBPP 2) analogo a quello anteriore e con una dotazione di 40 miliardi di euro. Però la riattivazione del mercato privato dei covered bonds rese inutile completare gli acquisti programmati. *Di pari passo si riaffaccia l'incubo Grecia.* La crisi greca non si risolse con la prima concessione di assistenza finanziaria. I persistenti scostamenti negli obiettivi del consolidamento fiscale e le difficoltà di intraprendere le riforme necessarie quando l'economia cadde nella profonda recessione, tornarono a mettere in dubbio la sostenibilità del debito pubblico. Si rese necessario un secondo programma di assistenza finanziaria che era un prerequisito per la ristrutturazione volontaria del debito sovrano detenuto dal settore privato. Acceso fu il dibattito sulla questione della necessità che gli investitori privati assumessero perdite. Alla fine si concretizzò questo pericolo, gli investitori assunsero perdite. Fu un avvenimento che cambiò completamente la percezione del rischio: prima della crisi, i titoli di stato erano ritenuti sicuri e sempre rimborsabili. L'effetto che provocò la scelta della Bce fu di contribuire all'esplosione degli spread, dei premi di rischio di tutti gli stati più vulnerabili dell'area euro. Il processo di ristrutturazione del debito terminò nella primavera del 2012 e generò perdite elevatissime, anche alla Banca di Grecia, che dovettero ricapitalizzare in seguito.

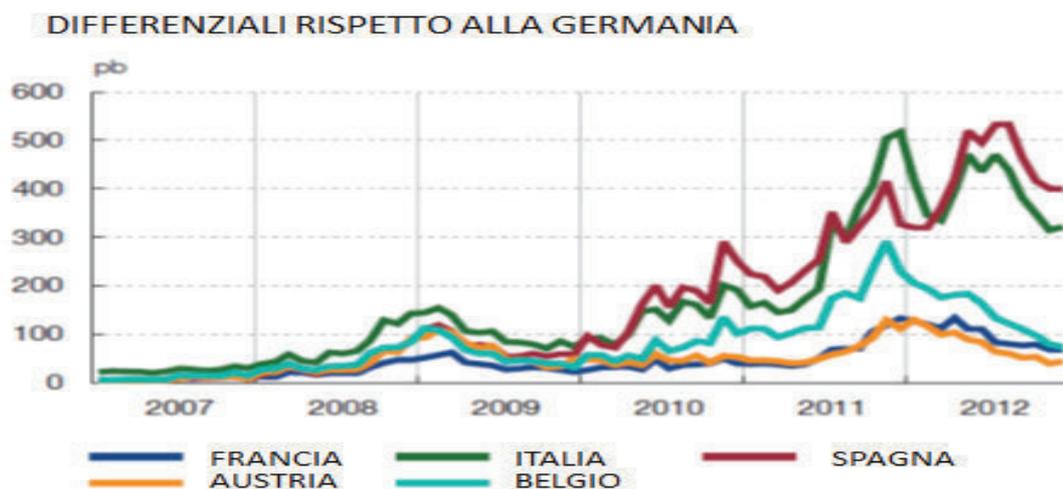
3.3 La fase sistemica della crisi dei debiti sovrani (metà del 2011)

L'incertezza che generò il processo di ristrutturazione del debito greco e le difficoltà nell'individuare e definire il secondo pacchetto di salvataggio, dalla metà del 2011 fomentò le tensioni nei mercati dei titoli di debito pubblico. Il diffondersi dell'instabilità si accelerò, dovuto all'interazione tra i rischi sovrani e bancari con un ritorno del deterioramento della situazione macroeconomica. Le banche dell'area euro erano sovraesposte al rischio sovrano dei debiti di stato, fatto che preoccupava molto gli investitori, pertanto indipendentemente dalla salute finanziaria in cui versavano le banche, il timore si tradusse in difficoltà, per le stesse banche appartenenti ai paesi soggetti a queste turbolenze, di ottenere prestiti a costi ragionabili. Le conseguenze che si verificarono prima in Grecia, poi in Portogallo e Irlanda, si traslarono anche in Spagna e Italia. All'inasprimento delle condizioni di finanziamento per queste economie, si affiancavano anche tendenze recessive. Per queste ragioni gli attivi bancari dei paesi in questione si deteriorarono ulteriormente. L'aggravamento repentino delle tensioni originatesi fu inizialmente affrontato dalla BCE con la reintroduzione del SMP nel luglio del 2011 però con interventi di maggiore scala rispetto a quelli realizzati nel 2010. L'iniezione di liquidità fu rafforzata parallelamente reintroducendo nell'agosto dello stesso anno le aste a 6 mesi e annunciando la realizzazione di due iniezioni del periodo approssimato di un

anno. All'inizio del 2012 vi era un enorme volume di debiti bancari prossimi alla scadenza e pertanto il rischio di ricapitalizzazione era sempre più grande. Le insolvenze bancarie inoltre crebbero. Tutte queste problematiche innescarono una severa contrazione del credito, con gravi ripercussioni sulla stabilità finanziaria e notevoli effetti recessivi. *Come risposta la Bce* prese nuove misure per facilitare il rifinanziamento del sistema bancario e continuò a sostenere l'offerta di credito all'economia. Oltre all'ulteriore riduzione del tasso d'interesse principale, annunciò 2 aste dalla durata di 3 anni (LTRO), decisione fino ad allora mai presa. Infine ridusse il coefficiente delle riserve obbligatorie a cui erano vincolate le entità di credito dal 2% all' 1%. Per ultimo la Bce allentò la mano sulle garanzie: ampliò gli attivi ammissibili come garanzia per i prestiti bancari accettando una più ampia varietà di titoli. Tutte queste misure contribuirono temporaneamente a tamponare le tensioni create. I mercati finanziari dell'area euro continuarono però a rimanere frammentati. Aumentarono in maniera esponenziale i flussi finanziari transfrontalieri, con crescenti uscite di capitali privati dai paesi con maggiori problemi. Uscite che si traducevano in entrate di capitale nei paesi più stabili, principalmente la Germania. Tali flussi non facevano altro che aggravare i deficit delle economie in crisi. I paesi più in crisi si trovarono di fronte quindi ad un altro problema, i crescenti deficit, maggiori rispetto al limite prestabilito dalla Bce del 3%. Le pressioni sullo spread tornarono prepotentemente sulla scena quando la

situazione del sistema finanziario spagnolo divenne preoccupante, in particolare il settore delle casse di risparmio, che portò il governo spagnolo a richiedere aiuti finanziari nel giugno 2012 alle istituzioni europee, con lo scopo di ricapitalizzare il settore bancario. Cipro a causa della considerevole dipendenza all'economia greca, rischiava la bancarotta, pertanto anche il governo cipriota richiese un programma di assistenza. L'incremento esponenziale degli spread di alcuni paesi e i Questi accadimenti fecero pressioni sul debito sovrano di Spagna e Italia. movimenti di capitale misero in dubbio l'irreversibilità del progetto della moneta unica. Si arrivò addirittura ad ipotizzare l'uscita dall'unione monetaria della Grecia.

Figura 5



Fonte: BCE

È il periodo più buio della storia dell'euro. Fu messa in discussione la moneta unica e c'era lo spettro dell'uscita dall'unione dei paesi mediterranei. Le differenze finanziarie tra i paesi erano in gran parte dovute al sentimento che l'unione monetaria potesse non essere completamente irreversibile. Per evitare che questi scenari sfavorevoli come l'uscita dall'euro si concretizzassero e affrontare i timori infondati della reversibilità dell'euro, fu necessario che la Bce prendesse misure e intervenisse, allo scopo di allontanare questi timori. L'SMP, il meccanismo salva stati, era efficace nel breve periodo, nell'immediato, riuscendo a ridurre gli spread e i premi di rischio, però il suo carattere temporale e limitato risultava insufficiente. *Non a caso il 26 luglio 2012, il presidente della Bce Mario Draghi, per tamponare la situazione, si dichiarò disponibile a prendere tutte le misure necessarie per affrontare la crisi sistemica e salvaguardare la moneta unica.* Più tardi, durante la riunione del Consiglio dei Governi del 6 settembre, annunciò un nuovo programma, "Outright Monetary Transactions" (OMT), che si sostituì al SMP.

L'ultimo strumento ideato dalla Bce, è un piano anti-spread che mira a ripristinare la fiducia dei mercati, cercando di riportare al corretto funzionamento il meccanismo di trasmissione. Tali operazioni prevedono che la Bce intervenga sui mercati dei titoli di Stato acquistando obbligazioni dei Paesi che ne facciano richiesta. La scadenza delle obbligazioni di cui si fa riferimento intercorre tra un

anno ad un massimo di tre anni. Vale come per l'SMP, il principio di condizionalità, ovvero prima di richiedere l'intervento di questo strumento, il Paese in questione deve aver già pattuito con gli altri governi dei Paesi dell'area euro un programma che imponga condizioni efficaci, rigorose e credibili su un orizzonte temporale di medio-lungo periodo. Le riforme necessarie pertanto sono obbligatorie anche nel caso in cui la Bce intervenga nell'acquisto dei titoli, essendo le OMT un supporto in più alle riforme, e non una alternativa. Come afferma Mario Draghi, le OMT non implicano finanziamenti dissimulati ai governi, quindi non si stampa nuova moneta né si rifinanziano i debiti.

Infatti, la Banca Centrale Europea comprerà i titoli dagli investitori sul mercato secondario quindi non direttamente dai governi nel mercato primario. L'effetto dell'introduzione del programma OMT è stato quello di ridurre in modo significativo il rischio di ridenominazione e allo stesso tempo di attenuare la frammentazione dei mercati nazionali che impediva alle manovre di politica monetaria di produrre effetti omogenei tra tutti gli Stati dell'area euro. La testimonianza è riscontrabile nella riduzione dei differenziali dei rendimenti tra i titoli dei Paesi colpiti e quelli tedeschi e quindi nei notevoli cali degli spreads con i Bund: nel caso dell'Italia lo spread è sceso fino a stabilizzarsi al giorno d'oggi intorno ai 200 punti base. Il programma è molto simile in molti aspetti al SMP, ma ci sono anche punti che lo contraddistinguono.

Prima di tutto ora la Bce non si pone limiti quantitativi nell'acquisto di titoli di stato. In secondo luogo ci sarà una maggiore trasparenza da parte della banca centrale, comunicando sempre in modo chiaro e specifico gli eventuali acquisti effettuati. Come con gli altri interventi inoltre, gli eventuali acquisti saranno sterilizzati, ovvero la BCE ritirerà dal mercato la liquidità immessa per l'acquisto dei titoli lasciando invariata la Base Monetaria.

Figura 6

LE OPERAZIONI DELLA BCE			
	24 Giugno 200	21 Dicembre 2011	28 Febbraio 2012
AMMONTARE (in miliardi di euro)	442	489	530
NUMERO DI BANCHE	1100	523	800
TASSO DI INTERESSE	1%	1%	1%
SCADENZA	1 anno	3 anni	3 anni

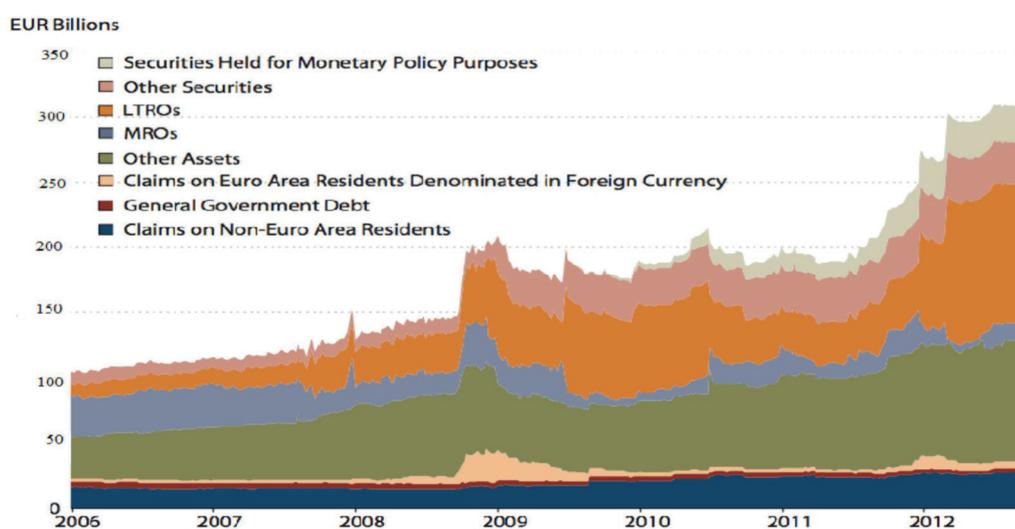
Figura 5 - Le caratteristiche delle principali operazioni attuate dalla BCE

La tabella illustra e confronta l'ammontare delle aste effettuate dal 2009, il numero delle banche che hanno partecipato e le scadenze dei prestiti. È evidente come sia il numero delle banche, che il numero dei partecipanti alle aste, risulti crescente nel tempo. La crisi continuò nell'estate del 2012, con la solvibilità di Spagna e Italia e la sostenibilità dell'euro che viene messa in seria discussione.

Il 2 agosto 2012, il presidente della Bce Mario Draghi annunciò che la BCE avrebbe espanso i suoi acquisti di debito sovrano e espresse esplicitamente le sue preoccupazioni per l'euro: *“L'euro è irreversibile”*.

Il 6 settembre 2012, a seguito del noto discorso di Londra del 26 luglio di Mario Draghi alla Global Investment Conference, la BCE annuncia i dettagli operativi di un programma di operazioni monetarie definite *“Outright monetary transactions”*, ovvero un programma in base al quale la Bce e le 17 banche centrali dell'area euro potevano comprare titoli di stato di Paesi in difficoltà dal mercato secondario al fine di ridurre i loro costi di finanziamento. Queste misure ancora una volta non sono state sufficienti e si è continuato a persistere in condizioni di stagnazione con l'aggiunta del rischio di deflazione.

Figura 7 BCE: Attivo di Bilancio e base monetaria BCE



4 Capitolo: Politica monetaria europea dal 2013 -2019

Nel 2013 l'Eurosistema ha condotto la propria politica monetaria in un contesto ancora impegnativo, nonostante il migliore clima di fiducia nei mercati finanziari e nell'economia in generale nonché le più favorevoli condizioni di finanziamento. Le tensioni nei mercati finanziari si sono allentate a partire dall'estate del 2012 sulla scia delle misure non convenzionali di politica monetaria adottate dalla BCE, delle iniziative di riforma intraprese da diversi paesi dell'area dell'euro e dei progressi compiuti nel rafforzamento dell'assetto di governance economica dell'area. Nel corso del 2013 i vincoli di finanziamento hanno continuato ad allentarsi per le banche dell'area, anche per le istituzioni finanziarie nei paesi sottoposti a tensioni. Allo stesso tempo, è perdurato un grado notevole di segmentazione fra i mercati finanziari nazionali. Seppure in continuo calo durante l'anno, la frammentazione finanziaria è rimasta nel complesso elevata, causando una significativa eterogeneità nelle condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese tra i paesi dell'area dell'euro.

Nel 2013 il processo in corso di aggiustamento dei bilanci dei settori finanziario e non finanziario, unitamente all'elevata disoccupazione e al risanamento in atto dei conti pubblici, ha continuato a frenare l'attività economica dell'area dell'euro.

Allo stesso tempo, l'allentamento delle tensioni nei mercati finanziari, il miglioramento del clima di fiducia e il recupero della domanda estera ha dato inizio a una stabilizzazione del prodotto nel secondo trimestre dopo sei trimestri di contrazione. La ripresa, affermata gradualmente nella seconda metà dell'anno, ha riguardato anche la domanda interna. Nell'insieme dell'anno il PIL in termini reali è calato nondimeno dello 0,4 per cento.

I consistenti rimborsi anticipati delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (ORLT) con scadenza a tre anni condotte a fine 2011 e a inizio 2012 hanno comportato una riduzione della liquidità in eccesso che, date le tensioni restanti nei mercati della provvista bancaria, ha generato una certa pressione al rialzo sui tassi del mercato monetario. Per continuare a far sì che le banche solvibili non fossero confrontate a vincoli di liquidità, in particolare dopo la scadenza delle ORLT a tre anni, il Consiglio direttivo ha annunciato in novembre che l'Eurosistema avrebbe continuato a offrire liquidità alle banche attraverso procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi in tutte le operazioni di rifinanziamento almeno fino al 7 luglio 2015. Le misure non convenzionali di politica monetaria adottate nel 2011 e nel 2012 hanno continuato a concorrere nel 2013 a una trasmissione più efficace delle misure riguardanti i tassi di interesse della BCE.

Fra le misure non convenzionali si annoverano le due ORLT a tre anni condotte a fine 2011 e a inizio 2012, nonché l'annuncio del Consiglio direttivo nell'estate del 2012 di essere pronto a condurre operazioni definitive monetarie (ODM) nei mercati secondari con riferimento ai titoli di Stato dell'area dell'euro. Le misure hanno contribuito ad attenuare le tensioni nei mercati finanziari e hanno ridotto l'incertezza e il rischio di eventi a bassa probabilità ma a elevato impatto. Hanno quindi contribuito a un costante miglioramento delle condizioni di finanziamento, come si evince ad esempio dal protratto calo dei rendimenti sui titoli di Stato dei paesi in difficoltà e dall'emissione di nuove obbligazioni da parte di banche, società ed emittenti sovrani che per qualche tempo non avevano avuto accesso ai mercati. Sebbene i tassi sui prestiti bancari alle famiglie e alle società non finanziarie siano in genere diminuiti a livello dell'area dell'euro nel 2013, in seguito alla trasmissione delle riduzioni dei tassi di interesse di riferimento della BCE nonché al miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari, l'eterogeneità tra paesi è rimasta elevata. Il protrarsi della frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali ha continuato a ostacolare una trasmissione omogenea della politica monetaria nell'area dell'euro. Di conseguenza, le riduzioni dei tassi di politica monetaria sono stati trasmessi in ampia misura in alcuni paesi, mentre in altri i tassi di interesse sui prestiti bancari erogati all'economia reale sono diminuiti solo lievemente. Nel 2014 è proseguito il cambiamento delle dinamiche di crescita tra le varie aree iniziato alla fine del

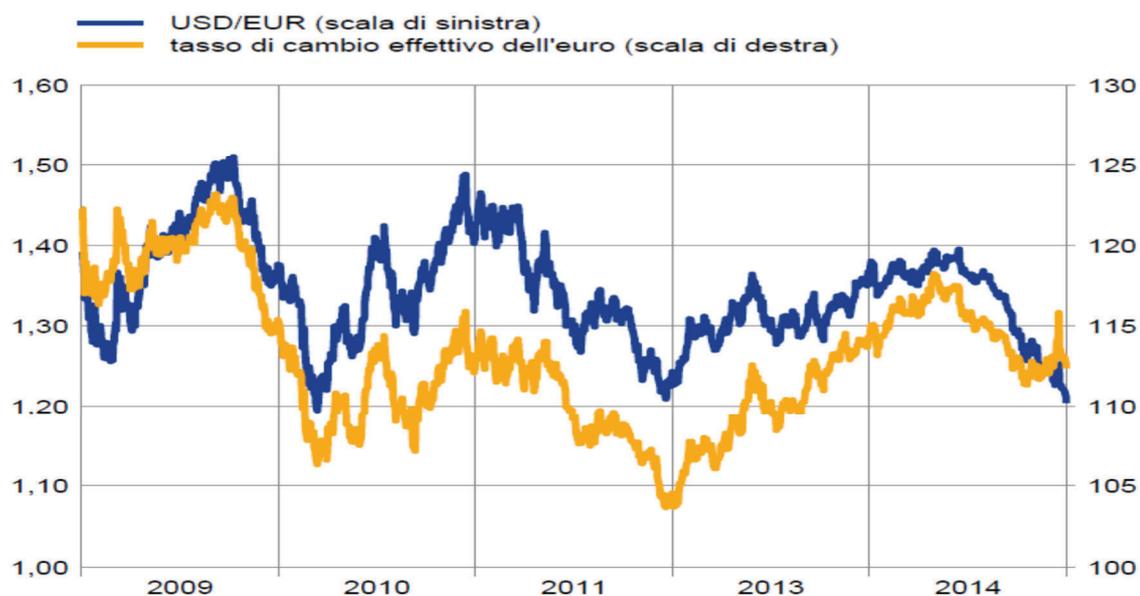
2013, mentre gran parte dei paesi avanzati hanno acquisito slancio, i mercati emergenti si sono indeboliti. Le economie avanzate hanno beneficiato in misura crescente dell'esaurirsi del processo di riduzione della leva finanziaria nel settore privato, del miglioramento nei mercati del lavoro, del rafforzamento del clima di fiducia e di politiche accomodanti. Diversi paesi emergenti sono per contro rimasti esposti a impedimenti di natura strutturale e condizioni finanziarie restrittive, che hanno pesato sulle loro prospettive di crescita. Per tutto l'anno sono perdurati rischi di natura geopolitica, legati soprattutto al conflitto tra Ucraina e Russia e alle tensioni nei principali paesi produttori di petrolio, ma il loro impatto diretto sull'attività mondiale è rimasto piuttosto contenuto.

Nel corso del 2014 l'euro si è indebolito in termini effettivi nominali. Gli andamenti del tasso di cambio della moneta unica nel 2014 hanno per lo più riflesso le differenze tra le principali economie in termini di posizione nel ciclo e orientamento monetario. Agli inizi di maggio l'euro ha raggiunto un massimo su livelli simili a quelli osservati nel periodo 2010-2011 sia in termini effettivi nominali sia nei confronti del dollaro, dopo un periodo di costante apprezzamento iniziato a luglio 2012. Da giugno la moneta unica si è deprezzata, in particolare nei confronti del dollaro statunitense, sullo sfondo del costante peggioramento delle prospettive di crescita e inflazione nell'area dell'euro, mentre la BCE annunciava ulteriori misure di politica monetaria.

Figura 8.

Tasso di cambio dell'euro

(dati giornalieri)



Fonte: BCE.

Nota: tasso di cambio effettivo nominale rispetto ai 39 principali partner commerciali.

Negli ultimi due mesi dell'anno il deprezzamento del tasso di cambio effettivo della moneta unica è stato in parte riassorbito per effetto della pronunciata debolezza dello yen giapponese e del rublo russo. Il pacchetto di misure introdotto nel 2014 comprendeva tre elementi principali: la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE al limite inferiore effettivo, l'introduzione di una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) e l'avvio di due programmi di acquisto di determinate attività finanziarie del settore privato.

Esso intendeva ripristinare il normale funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria nonché aumentare ulteriormente il grado di accomodamento monetario, sostenendo così il credito all'economia reale e la ripresa dell'area dell'euro al fine di mantenere la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Le misure adottate nel 2014 hanno allentato ulteriormente, in misura considerevole, l'orientamento effettivo della politica monetaria, e nei trimestri a venire le iniezioni di liquidità mediante le OMRLT e i programmi di acquisto di attività finanziarie raggiungeranno la piena portata. In questo contesto il Consiglio direttivo ha comunicato l'intenzione di accrescere notevolmente il bilancio dell'Eurosistema al fine di fornire uno stimolo monetario sufficiente a innalzare il tasso di inflazione sui dodici mesi misurato sullo IAPC a livelli inferiori, ma prossimi, al 2 per cento. Il Consiglio direttivo ha inoltre ribadito all'unanimità l'impegno a utilizzare ulteriori strumenti non convenzionali nell'ambito del proprio mandato, laddove si rendesse ancora necessario fronteggiare ulteriormente i rischi di un periodo eccessivamente lungo di bassa inflazione. Nel 2014 l'Eurosistema ha condotto la propria politica monetaria in un contesto difficile: la ripresa economica era ancora debole, l'inflazione stava gradualmente calando, le dinamiche della moneta e del credito rimanevano moderate e il meccanismo di trasmissione della politica monetaria non funzionava ancora correttamente. L'insieme delle misure di politica monetaria introdotto fra giugno e ottobre è composto da tre elementi principali: la riduzione

dei tassi di interesse di riferimento della BCE alla soglia minima, l'introduzione di una serie di OMRLT e l'avvio di due programmi di acquisto di determinate attività finanziarie del settore privato. Nel periodo giugno-ottobre 2014 l'insieme delle misure di politica monetaria introdotto fra giugno e ottobre è composto da tre elementi principali: la riduzione dei tassi di interesse di riferimento della BCE alla soglia minima, l'introduzione di una serie di OMRLT e l'avvio di due programmi di acquisto di determinate attività finanziarie del settore privato. Nel corso del 2014 la Bce vara un piano di TLTRO, "*targeted LTRO*", una versione dell'LTRO vincolata all'erogazione di prestiti a imprese e famiglie lanciata da Mario Draghi come miglioramento del precedente programma che consiste in un finanziamento bancario a lungo termine questa volta finalizzato, appunto "*targeted*", al supporto creditizio di imprese del settore non finanziario, ovvero dell'economia reale, i cui risultati sono però stati ben minori delle attese. A questo punto, visto il persistere della stretta creditizia e l'esaurimento delle politiche monetarie convenzionali (abbassamento dei tassi di interesse allo zero, tasso di interesse negativo per i depositi presso la stessa BCE), è stata considerata con sempre maggior consenso l'applicazione di un vero e proprio quantitative easing nell'eurozona.

Il 22 gennaio 2015, in seguito alla prima riunione annuale della Commissione è stato annunciato il lancio del full Quantitative Easing, con inizio fissato per il 5 Marzo dello stesso anno sino alla fine di settembre 2016 (ECB, 2015).

Nella stessa riunione la BCE ha deciso che il programma sarebbe stato costituito da acquisti di asset mensili da 60 miliardi di Euro così ripartiti:

a) circa 10 miliardi di €, corrispondente al valore medio degli acquisti mensili in titoli garantiti da attività e obbligazioni garantite effettuati in base ai programmi (TLTRO e CBPP) già lanciati in precedenza dalla BCE, continueranno ad essere dedicati a covered bonds e ABS (Asset-Backed Securities),

b) gli addizionali 50 miliardi saranno diretti al programma di acquisto del settore pubblico (PSPP – Public Sector Purchase Programme): 6 miliardi al mese (12% di tutto il PSPP) verranno utilizzati per l'acquisto di titoli di debito di istituzioni sovranazionali situate nell'area euro e denominate in Euro, i restanti 44 miliardi saranno 30 usati principalmente per acquistare titoli di debito sovrano, acquisti che a loro volta saranno effettuati per 4 miliardi direttamente dalla BCE (8% dei 50 totali) e per 40 miliardi dalle Banche Centrali Nazionali dei singoli paesi membri.

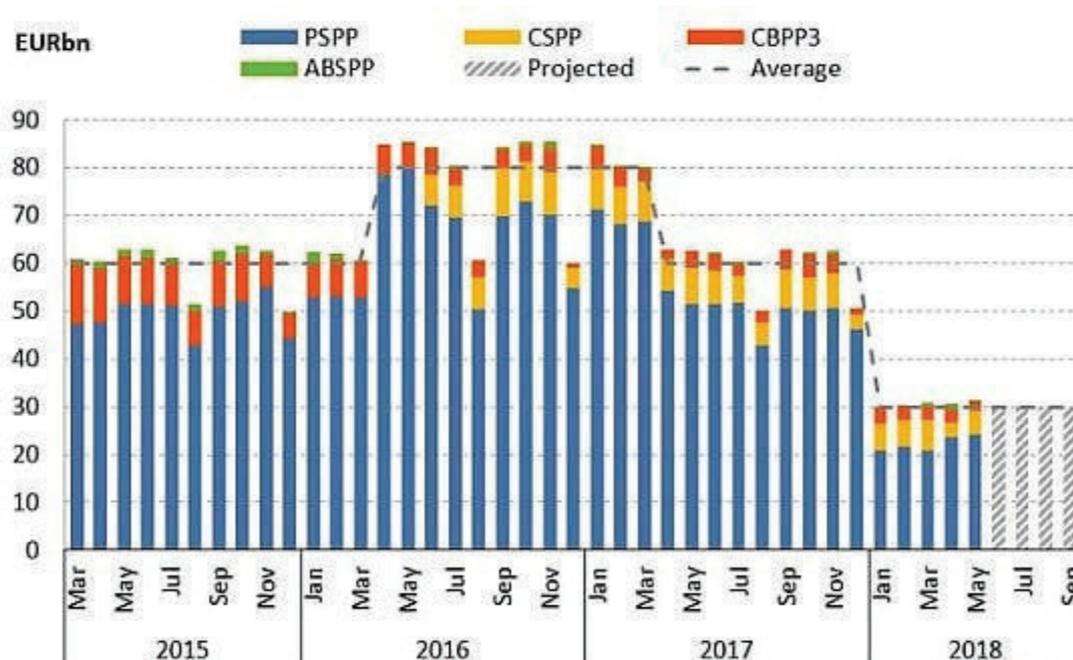
Tuttavia, sarà utilizzata anche una parte per acquistare obbligazioni emesse da agenzie nazionali situate nella zona euro, ma la BCE non ha specificato quale quota dei 44 miliardi di € dovrebbe essere spesa in particolare su queste obbligazioni, lasciando libertà alle singole BCN di scegliere tra i titoli di stato e i titoli di agenzie nelle rispettive giurisdizioni.

La suddivisione dei 44 miliardi per gli acquisti dei titoli di debito sovrano viene invece eseguita tramite le cosiddette “*Capital Keys*”, le quali servono per calcolare la partecipazione delle BCN al capitale totale della BCE e riflettono in pratica il peso percentuale del rispettivo Stato membro nella popolazione totale e nel prodotto interno lordo dell’UE, due determinanti che incidono in pari misura. Altri limiti sono presenti anche sulla quantità di acquisti di Titoli Stato di ogni paese membro, infatti tali acquisti non potranno superare il 25% del totale dei titoli emessi e l’importo massimo del 33% del debito con la BCE del paese stesso. Infine anche i titoli da acquistare sul mercato secondario dovranno soddisfare determinati requisiti, scadenza residua compresa fra due e trent’anni, essere denominati in euro e ammissibili come garanzia per le operazioni di politica monetaria della BCE, inoltre anche il paese emittente dovrà possedere un rating sufficientemente alto o beneficiare di un programma di assistenza finanziaria dell’UE. Il 3 settembre 2015, il Governatore Draghi, in seguito alla consueta riunione annuale del Board della Banca Centrale Europea, ha comunicato un ulteriore aggiornamento del programma, affermando in conferenza stampa che si è pronti a continuare anche dopo settembre 2016 in quanto, seppur il QE stia funzionando, gli effetti stanno arrivando lentamente a causa anche delle numerose congiunzioni internazionali (Draghi, 2015). All’inizio del 2015, le previsioni della BCE riguardo l’economia erano preoccupanti: l’inflazione era decisamente minore rispetto alle aspettative

precedenti al 2015, la capacità produttiva inutilizzata rimaneva molto elevata e le dinamiche relative alla moneta e al credito si mantenevano su livelli modesti. Di conseguenza, gli indicatori dell'inflazione effettiva e attesa si attestavano su livelli pari o prossimi ai livelli minimi storici (BCE, 2016). La trasmissione della politica monetaria, nonostante questo scenario, era da ritenersi soddisfacente, dato che la politica monetaria non convenzionale adottata attraverso i programmi di acquisti in esecuzione ha portato alla consistente riduzione dei costi di indebitamento nel settore privato. In questo contesto, l'obiettivo del 2% di inflazione annuo era arduo da raggiungere solamente con le politiche monetarie espansive attuate: quindi, per adempiere allo scopo, la BCE dovette annunciare l'adozione del QE attraverso il varo dell'Asset Purchase Programme (APP) il 22 gennaio 2015. Oltre a questo, venne annunciato, nello stesso giorno, anche il programma di acquisto di titoli appartenenti al mercato dei titoli del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme). Il nuovo programma di acquisto di titoli pubblici (PSPP (ii)). Due programmi di acquisto già esistenti, ovvero il Covered Bond Purchase Programme (CBPP) e l'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP). Nel marzo 2015, il QE rappresentava l'insieme di tre programmi di acquisto di titoli. A partire dal giugno 2016, il QE assunse la sua configurazione attuale, quando all'interno di esso venne incluso anche il programma di acquisti dei titoli "corporate" (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP), ovvero quelli facenti parte del mercato

dei titoli del settore privato, annunciato il 21 aprile 2016 e operativo dall'8 giugno dello stesso anno, a seguito del peggioramento del quadro economico mondiale. Il ritmo medio mensile iniziale dell'APP venne fissato a 60 miliardi di euro al mese, ma dal mese di aprile 2016, il QE venne aumentato fino a 80 miliardi al mese. Questo cambiamento venne attuato a seguito dei timori riguardo il rallentamento nella crescita economica dei mercati emergenti, in particolar modo in Cina, e dell'aumento del tasso di inflazione minore rispetto ai valori previsti a causa della brusca flessione del prezzo del petrolio e dalla crescita salariale contenuta.

Figura 9 L'andamento degli acquisti di titoli da parte della Bce/ REPUBBLICA.IT



Inoltre, si è verificato anche un inasprimento delle condizioni di finanziamento a seguito delle tensioni sui mercati azionari e sui cambi di valuta, mentre la crescita economica mondiale aveva perso slancio.

La BCE, in questo contesto, decise anche per una riduzione dei tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e marginali di 5 punti base e del tasso di interesse sui depositi di 10 punti base: in questo modo, i tassi di riferimento registrarono i loro valori minimi storici, rispettivamente pari allo 0% (operazioni di rifinanziamento principali), allo 0,25% (operazioni di rifinanziamento marginali) e al -0,40% (depositi). La BCE dovette affrontare anche tensioni di carattere geo-politico causate dall'esito del referendum sulla permanenza del Regno Unito all'interno dell'UE del 23 giugno 2016, attraverso il quale la maggioranza dei britannici decise per l'uscita da questa unione, ma, grazie alla politica monetaria accomodante della BCE, i mercati hanno retto questa situazione di incertezza e il leggero incremento nella volatilità all'interno degli stessi. Data l'incertezza dovuta alla Brexit e alla crescita economica modesta dei mercati emergenti, il ritmo di acquisti tramite l'APP rimase invariato fino al marzo 2017. Infatti, dopo tale periodo, BCE annunciò la riduzione dell'ammontare medio degli acquisti mensili al valore fissato inizialmente, ovvero a 60 miliardi di euro. Questo allentamento nel QE fu possibile grazie al rafforzamento della ripresa economica, il quale portò a una riduzione estrema dei rischi riguardo la stabilità dei prezzi e quelli correlati alla deflazione, in questo

modo, le possibilità che emergano scenari avversi divennero pressoché nulle. A seguito delle proiezioni macroeconomiche effettuate dalla BCE nel corso del terzo trimestre del 2016, la banca centrale stessa decise per la riduzione del ritmo mensile medio di acquisti nell'ambito dell'APP a 30 miliardi a partire dal gennaio 2018, con l'intenzione di concludere l'APP nel settembre dello stesso anno nel caso in cui le future previsioni economiche confermassero il miglioramento generale della situazione e il raggiungimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Il 2016 è stato contraddistinto da alcuni avvenimenti politici significativi, che hanno offuscato le prospettive economiche globali. A giugno l'esito del referendum nel Regno Unito ha creato incertezza riguardo alle prospettive dell'economia britannica, anche se l'impatto finanziario ed economico immediato si è rivelato temporaneo e modesto. Nel prosieguo dell'anno, il risultato delle elezioni negli Stati Uniti ha determinato una variazione delle attese riguardo alle politiche future della nuova amministrazione statunitense, accrescendo le incertezze. Le banche centrali delle principali economie avanzate hanno mantenuto un orientamento accomodante in un contesto in cui la Bank of England, la Banca centrale europea (BCE) hanno continuato a perseguire politiche monetarie espansive. Il Federal Reserve System degli Stati Uniti ha ripreso il processo di normalizzazione della politica monetaria innalzando l'intervallo obiettivo per il tasso sui Federal Funds di 25 punti base a dicembre 2016.

I tassi del mercato monetario hanno continuato a scendere nel 2016, principalmente a causa dell'ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della BCE. L'abbassamento del tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale è stato rapidamente e interamente trasmesso al tasso Eonia, che si è successivamente stabilizzato attorno a -35 punti base. In linea con il suo profilo storico, l'Eonia è aumentato temporaneamente in corrispondenza di ogni fine mese; tuttavia, tali incrementi sono stati meno pronunciati rispetto agli inizi del 2015, prima che la liquidità in eccesso iniziasse a crescere significativamente con l'attuazione del programma di acquisto di attività finanziarie (PAA). Le misure di politica monetaria adottate dalla BCE negli ultimi anni sono state orientate al sostegno della ripresa economica dell'area dell'euro e al ritorno dell'inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. Queste misure, che includono operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT), il programma ampliato di acquisto di attività (PAA) e il tasso negativo sui depositi presso la banca centrale, sono state introdotte gradualmente e si sono dimostrate molto efficaci per dare impulso alla ripresa e scongiurare spinte disinflazionistiche. Tuttavia, gli andamenti sfavorevoli durante il 2016 hanno ritardato la convergenza dell'inflazione verso livelli in linea con l'obiettivo del Consiglio direttivo, rendendo necessari ulteriori interventi di politica monetaria nell'arco dell'anno.

Nella riunione di marzo il Consiglio direttivo ha deciso di:

(a) ridurre i tassi di interesse di riferimento e, in particolare, abbassare il tasso sui depositi presso la banca centrale a -0,40 per cento³⁸;

(b) aumentare a 80 miliardi di euro, a partire da aprile 2016, gli acquisti mensili effettuati nell'ambito del PAA e innalzare i limiti relativi ai singoli emittenti e alla quota-parte di un'emissione applicabili agli acquisti di alcune tipologie di titoli

(c) includere nel PAA un nuovo programma di acquisto per il settore societario (corporate sector purchase programme, CSPP) per l'acquisto di obbligazioni investment grade denominate in euro emesse da società non bancarie situate nell'area dell'euro e introdurre, a partire da giugno 2016, una nuova serie di quattro operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT II), ciascuna con scadenza a quattro anni.

Inoltre, il Consiglio direttivo ha ribadito nelle proprie indicazioni prospettiche l'aspettativa che i tassi di interesse di riferimento della BCE sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli allora rilevati per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività, e ha confermato l'intenzione di condurre gli acquisti sino alla fine di marzo 2017, o anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontri un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione.

A differenza della prima serie di OMRLT, non sono stati introdotti obblighi di rimborso anticipato nell'ambito delle OMRLT II. Per maggiori dettagli, cfr. l'allegato I della Decisione (UE) n. 810/2016 della Banca centrale europea e il comunicato stampa sulle OMRLT II del 10 marzo 2016

Le OMRLT-II sono state concepite come elemento importante di allentamento creditizio e creazione di credito, che favorisce la trasmissione della politica monetaria tramite il canale dei prestiti bancari. Sebbene il tasso di interesse massimo da applicare sia stato fissato al tasso di aggiudicazione delle operazioni di rifinanziamento principali, il tasso di interesse effettivo applicato poteva ridursi fino al tasso sui depositi presso la banca centrale se il credito accordato da una determinata banca superava il rispettivo benchmark predefinito.

Nella riunione di dicembre il Consiglio direttivo ha deciso di:

(a) estendere l'orizzonte degli acquisti netti di attività oltre marzo 2017 annunciando il proseguimento del PAA (unitamente al reinvestimento dei titoli giunti a scadenza) a un ritmo mensile di 60 miliardi di euro da aprile 2017 sino alle fine di dicembre 2017, anche oltre se necessario, e in ogni caso finché non riscontri un aggiustamento durevole dell'evoluzione dei prezzi, coerente con il proprio obiettivo di inflazione e

(b) apportare modifiche ai parametri del PAA da gennaio 2017 al fine di assicurare che prosegua la sua ordinata attuazione, riducendo da due anni a un anno la durata residua minima dei titoli idonei nell'ambito del programma di acquisto per il settore pubblico e ammettendo nella misura necessaria acquisti di titoli con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse della BCE sui depositi presso la banca centrale.

I tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati mantenuti invariati e il Consiglio direttivo ha confermato di attendersi che sarebbero rimasti su livelli pari o inferiori a quelli allora rilevati per un prolungato periodo di tempo, ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. La politica accomodante della BCE ha dato un importante sostegno agli andamenti macroeconomici nell'area dell'euro. Complessivamente, le misure di politica monetaria introdotte dalla BCE da giugno 2014 hanno avuto effetti macroeconomici significativi.

Senza queste misure, gli andamenti della crescita e dell'inflazione nel 2016 sarebbero stati notevolmente più modesti. In particolare, grazie alle misure della BCE, è venuto meno il rischio di deflazione. Dall'inizio della crisi finanziaria nel 2007-2008, l'Eurosistema utilizza il proprio bilancio per effettuare una serie di interventi di politica monetaria che ne hanno modificato, nel tempo, dimensioni e composizione. Tali interventi includono operazioni mirate a fornire finanziamenti alle controparti nonché acquisti di attività in vari segmenti di mercato per migliorare la trasmissione della politica monetaria e allentare le condizioni di finanziamento nell'area dell'euro.

Alla fine del 2016 la dimensione del bilancio dell'Eurosistema ha raggiunto il massimo storico di 3,7 mila miliardi di euro. A dicembre 2016, il Consiglio direttivo ha deciso di apportare modifiche ai parametri del PAA a partire da gennaio 2017, in modo da garantirne la regolare attuazione e da accettare importi limitati di contante come garanzia per il prestito di titoli acquistati nel

quadro del programma di acquisto di attività del settore pubblico (Public Sector Purchase Programme, PSPP), ciò al fine di fornire sostegno alla liquidità e al funzionamento del mercato dei pronti contro termine dell'area dell'euro. Tali modifiche consistono nella riduzione da due anni a uno della durata residua minima dei titoli idonei nell'ambito del PSPP e nell'autorizzazione ad acquistare, nella misura necessaria, titoli con rendimento a scadenza inferiore al tasso di interesse della BCE sui depositi presso la banca centrale.

A ottobre 2017, il Consiglio direttivo ha quindi assunto una serie di decisioni nel perseguimento del suo obiettivo di stabilità dei prezzi.

- In primo luogo, ha ribadito l'aspettativa che i tassi di interesse di riferimento della BCE rimangano sui livelli attuali per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività.
- In secondo luogo, il miglioramento delle prospettive economiche e la crescente fiducia nella convergenza dell'inflazione hanno consentito al Consiglio direttivo di ridimensionare la portata del PAA. Gli acquisti sarebbero proseguiti a un ritmo mensile di 30 miliardi di euro a partire da gennaio e fino alla fine di settembre 2018, o anche oltre, se necessario, e in ogni caso finché non si fosse riscontrato un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione
- In terzo luogo, il Consiglio direttivo ha annunciato che i reinvestimenti del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito del PAA sarebbero proseguiti per un prolungato periodo di tempo dopo la conclusione degli acquisti

netti di attività, e in ogni caso finché necessario. La salvaguardi delle dimensioni delle consistenze acquistate avrebbe agevolato il mantenimento di condizioni di liquidità favorevoli e di un orientamento di politica monetaria adeguato

- In ultimo, le procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi per le operazioni di rifinanziamento sono state estese almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve del 2019 per garantire il proseguimento dell'ordinata conduzione della politica monetaria preservando, nel contempo, le condizioni favorevoli dei mercati monetari dell'area dell'euro.

Alla fine del 2017 l'economia dell'area dell'euro stava attraversando una fase di espansione sempre più solida e generalizzata. La forte domanda estera e la crescente domanda interna hanno sostenuto tale espansione, favorita dall'incremento dell'occupazione, dall'aumento della ricchezza delle famiglie e della redditività delle imprese, nonché da condizioni di finanziamento molto favorevoli. Le pressioni di fondo sui prezzi sono rimaste modeste, ma il costante riassorbimento della capacità produttiva inutilizzata ha determinato un aumento della fiducia in un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione. Sulla base di tali elementi, a ottobre 2017 il Consiglio direttivo ha annunciato la propria intenzione di ridimensionare, dall'inizio del 2018, il volume degli acquisti mensili nell'ambito del PAA. A fronte di un'espansione economica sempre più robusta e generalizzata, il 2018 si è aperto con una riduzione del ritmo mensile degli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA.

A partire da gennaio 2018, il ritmo mensile degli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA è stato quindi ridotto da 60 a 30 miliardi di euro. Il Consiglio direttivo ha anticipato che il nuovo ritmo mensile sarebbe stato mantenuto fino alla fine di settembre 2018 o anche successivamente, se necessario, e in ogni caso finché non si fosse riscontrato un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione verso livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio periodo. Inoltre, i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale, su quelle di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale sono rimasti invariati, rispettivamente allo 0,00, allo 0,25 e al -0,40 per cento (vedi grafico sotto).

Tassi di interesse di riferimento della BCE

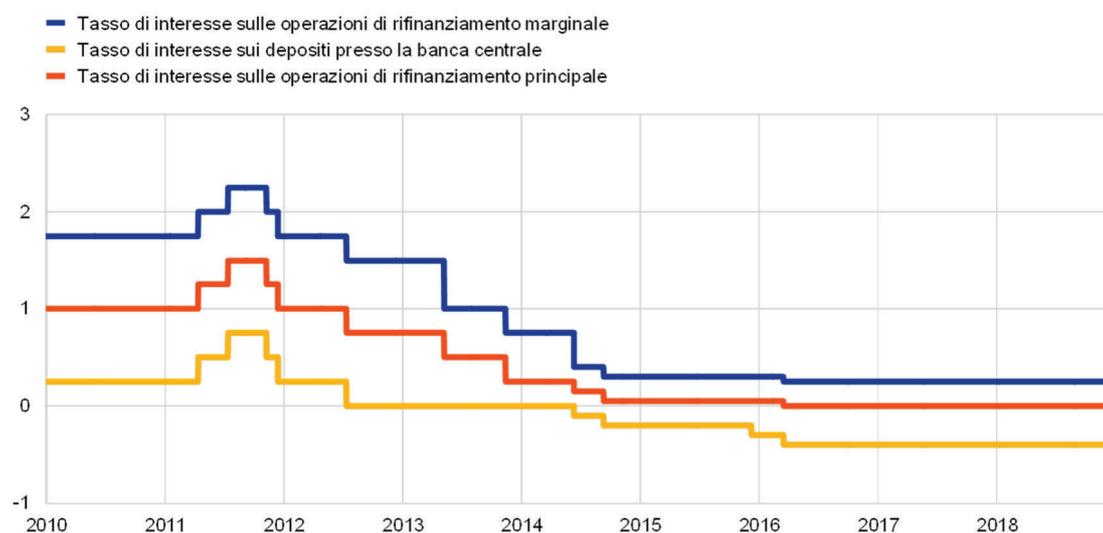


Figura 10 Fonte: BCE.

Nota: l'ultima rilevazione si riferisce al 31 dicembre 2018

Lo stimolo monetario è stato ulteriormente sostenuto dalle indicazioni prospettiche del Consiglio direttivo, secondo le quali i tassi di interesse di riferimento sarebbero rimasti sui livelli correnti per un prolungato periodo di tempo e ben oltre l'orizzonte degli acquisti netti di attività. Nonostante una certa moderazione dovuta all'indebolimento della domanda di esportazioni rispetto alla dinamica particolarmente vigorosa del 2017, la domanda interna è rimasta robusta e ha sostenuto l'espansione generalizzata dell'economia dell'area dell'euro per tutta la prima metà del 2018. Sebbene i rischi di un aumento della volatilità dei mercati finanziari e le incertezze correlate a fattori di carattere internazionale, quali il protezionismo, abbiano assunto maggiore rilevanza, le prospettive di crescita dell'area dell'euro sono rimaste esposte a rischi sostanzialmente bilanciati. Le misure di politica monetaria hanno continuato a garantire condizioni di finanziamento molto favorevoli e a sostenere l'espansione economica.

Durante la conferenza del 14 giugno 2018 a Riga, in Lettonia, il presidente della BCE Mario Draghi ha annunciato la decisione del consiglio direttivo della BCE di procedere verso una progressiva normalizzazione della politica monetaria attraverso la riduzione dell'ammontare medio mensile degli acquisti nell'ambito dell'APP dalla fine di settembre 2018 fino alla fine dell'anno a 15 miliardi di euro, per poi concludere tale programma nel gennaio 2019. La politica monetaria rimarrà comunque accomodante, dato che il rialzo dei tassi di riferimento non

avverrà prima dell'estate 2019 e la BCE si impegnerà ad acquistare titoli tramite la remunerazione dell'interesse dei titoli acquisiti durante l'APP e i rimborsi di quest'ultimi alla loro scadenza per mantenere favorevole la situazione riguardante la liquidità e proseguire una politica monetaria accomodante per un periodo non specificato (BCE, 2018). *Mauro Draghi ha lanciato la freccia ai governi di eurozona nel 2018, dove dichiara, che Bce farà gli interessi di una politica a favore della crescita ma per godere appieno dei benefici derivanti da tali manovre e arrivare preparati alla fase di normalizzazione della politica monetaria, i governi dei paesi dell'Eurozona devono attuare delle riforme strutturali e delle politiche di bilancio in grado di potenziare la crescita a lungo termine.*

Draghi :

"A tutti i paesi gioverebbe intensificare gli sforzi per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita. Una piena, trasparente e coerente attuazione del Patto di stabilità e crescita e della procedura per gli squilibri macroeconomici, nel tempo e nei vari paesi, resta essenziale per consolidare la capacità di tenuta dell'economia dell'area dell'euro. Migliorare il funzionamento dell'Unione economica e monetaria continua a essere una priorità. Il Consiglio direttivo esorta ad adottare misure specifiche e incisive per il completamento dell'unione bancaria e dell'unione dei mercati dei capitali."

Questa decisione venne favorita dalle stime dell'Eurostat, le quali evidenziano una solida crescita economica, seppur moderata dall'incremento dell'incertezza all'interno dei mercati e la debole crescita del commercio internazionale, e un stabile tasso di inflazione atteso (+1,7% nel 2018, 2019 e 2020), vicino al target del 2%, grazie all'aumento del prezzo del petrolio. L'obiettivo primario del Quantitative Easing, contrastare la deflazione, è evidente sia stato conseguito, visto che oggi la Banca centrale europea ha rivisto al rialzo la sua stima sull'inflazione dell'Eurozona all'1,7% per quest'anno e per il 2019 dal precedente 1,4%. Nella riunione di gennaio e marzo 2019, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,40%. Il Consiglio direttivo si attende ora che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari a quelli attuali almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché sarà necessario per assicurare che l'inflazione continui stabilmente a convergere su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. Quanto alle misure non convenzionali di politica monetaria, il Consiglio direttivo intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di

riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. Bce intende continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma di acquisto di attività per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. Sarà introdotta una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT III) trimestrali, a partire da settembre 2019 fino a marzo 2021, ciascuna con scadenza a due anni. Queste nuove operazioni contribuiranno a preservare condizioni favorevoli del credito bancario e l'ordinata trasmissione della politica monetaria. Nell'ambito delle OMRLT III, le controparti potranno ottenere finanziamenti per un importo pari a fino il 30% dello stock di prestiti idonei al 28 febbraio 2019 con tasso indicizzato al tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali per la durata di ciascuna operazione. Come il programma di OMRLT in essere, le OMRLT III incorporeranno incentivi al fine di preservare condizioni creditizie favorevoli. Le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema continueranno a essere condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto finché ciò sarà necessario e almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che avrà inizio a marzo 2021.

Nella riunione del 12 settembre 2019, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato le seguenti decisioni di politica monetaria. Il tasso di interesse sui depositi presso la banca centrale sarà ridotto di 10 punti base, al -0,50%. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale rimarranno invariati sui livelli attuali, rispettivamente dello 0,00% e dello 0,25%. Gli acquisti netti riprenderanno nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA) del Consiglio direttivo a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1° novembre. Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA continuerà a essere reinvestito, integralmente, per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui il Consiglio direttivo inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE, e in ogni caso finché sarà necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Fine 2019, annuncio del cambio di guida Bce, Christine Lagarde succede a Mario Draghi, che ha ricoperto la carica di Presidente della BCE dal 10 novembre 2011 al 31 ottobre 2019.

Nella prima conferenza stampa del 2020, sotto la guida di *Christine Lagarde*, lei dichiarò: *"Sarà un anno pieno". Così Christine Lagarde ha aperto la prima conferenza stampa del 2020 della Banca centrale europea: sarà l'anno di una "revisione" strategica della politica monetaria della Bce.*

La Bce prosegue con la politica monetaria accomodante, lasciando invariati i tassi di interesse, BCE ha deciso che i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale rimarranno invariati rispettivamente allo 0,00%, allo 0,25% e al -0,50%. La Bce "impiegherà un anno" per portare a termine la revisione strategica, ha dettagliato Lagarde secondo la quale "dicembre è la data probabile" per arrivare alle conclusioni. Nel corso di una conferenza stampa, la numero uno dell'Eurotower ha comunque voluto sottolineare che "il processo terminerà quando sarà terminato" e che le decisioni di politica monetaria nel 2020 resteranno "indipendenti" dalla revisione in corso. L'aspettativa è che si possa ridiscutere anche l'obiettivo di inflazione "vicino ma sotto il 2% nel medio periodo" in base alla quale ora opera la Bce. Ma sul punto, stimolata dalle domande dei giornalisti, Lagarde ha detto che non esprimerà le proprie preferenze per rispetto del lavoro del board e della revisione stessa.

Rivedremo l'intera strategia della Bce, come raggiungiamo i nostri obiettivi, quali strumenti abbiamo a disposizione e com'è la nostra comunicazione e come pubblichiamo e divulghiamo le nostre decisioni, ha spiegato ancora la neo presidente. Esamineremo tutta una serie di problemi e ascolteremo le aspettative delle persone per comprendere meglio le loro preoccupazioni.

In una nota, la Bce ha poi dettagliato: Il riesame includerà la formulazione quantitativa della stabilità dei prezzi, gli strumenti di politica monetaria, l'analisi economica e monetaria e le prassi di comunicazione. In questo processo saranno considerati anche altri aspetti, quali la stabilità finanziaria, l'occupazione e la sostenibilità ambientale.

Cambiamenti climatici ed effetti dei tassi negativi (in vigore da ormai cinque anni) saranno al centro del processo. "L'ambiente e la sostenibilità saranno elementi cruciali della nostra revisione strategica", ha aggiunto Lagarde, sottolineando che vari dipartimenti della Bce sono già al lavoro per considerare il cambiamento climatico nella valutazione dei rischi e i modelli previsivi.

Per quanto riguarda gli altri aspetti, la crescita nell'Eurozona continua ma ad un passo moderato, ha detto Lagarde, in conferenza stampa dopo il Consiglio direttivo, spiegando che a pesare è la debolezza del settore manifatturiero. Reiterata la fotografia che l'Eurotower aveva già dato a dicembre: I rischi per le prospettive di crescita dell'area dell'euro, connessi a fattori geopolitici, crescente protezionismo e vulnerabilità nei mercati emergenti, restano orientati al ribasso sebbene siano divenuti lievemente meno pronunciati. La crescita continuerà ad essere sostenuta da condizioni finanziarie favorevoli e da una politica monetaria accomodante.

Di fronte a questo scenario, la risposta monetaria è dunque confermata. Sulla base della consueta analisi economica e monetaria abbiamo deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento. Ci attendiamo che si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedremo le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel nostro orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo. Anche per quel che riguarda il piano di acquisto titoli, ci attendiamo che gli acquisti netti di attività per 20 miliardi di euro al mese proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei nostri tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizieremo a innalzare i tassi di riferimento.

L'11 febbraio 2020, Bruxelles, durante la presentazione del rapporto annuale della BCE al Parlamento Europeo, Lagarde, politica monetaria non può essere unica soluzione, Governi facciano loro parte, servono politiche di bilancio e strutturali a sostegno crescita. La politica monetaria della BCE "non può e non deve essere l'unica risposta" alla debolezza economica nell'area euro, con il rischio di effetti collaterali che aumenta. Lo ha affermato il presidente della Banca centrale europea, Christine Lagarde, al Parlamento europeo, predicare i Governi dei vari paesi membri a fare la loro parte. Anche altre aree di policy, in particolare le politiche di bilancio e le riforme strutturali, devono fare la loro parte.

Il nostro stimolo monetario ha sostenuto la crescita, ma non può e non deve essere l'unica azione sul campo. Più a lungo restano le nostre misure, più sale il rischio che gli effetti collaterali diventino più pronunciati, ha aggiunto il Presidente della banca di Francoforte. Siamo pienamente consapevoli che l'ambiente di tassi bassi influisce sui redditi da risparmio, sulla valutazione degli asset, sull'assunzione di rischi e sui prezzi delle abitazioni. E stiamo monitorando attentamente i possibili effetti collaterali negativi per garantire che non superino l'impatto positivo delle nostre misure sulle condizioni del credito, sulla creazione di posti di lavoro e sui salari.

Alla plenaria di Strasburgo, il 12 febbraio 2020 il numero uno dell'Eurotower, ha sottolineato che l'architettura della zona euro è incompleta, e mette a rischio la sua capacità di usare appieno il potenziale per i cittadini ***perciò bisogna completarla con 'una piena Unione bancaria che comprenda lo schema comune di assicurazione dei depositi, una vera Unione del mercato dei capitali che convogli gli investimenti, e una funzione stabilizzatrice che difenda dagli shock'.***

5 Capitolo: Politica Monetaria Americana dalla crisi ad oggi

5.1 Prima fase di politiche non convenzionali

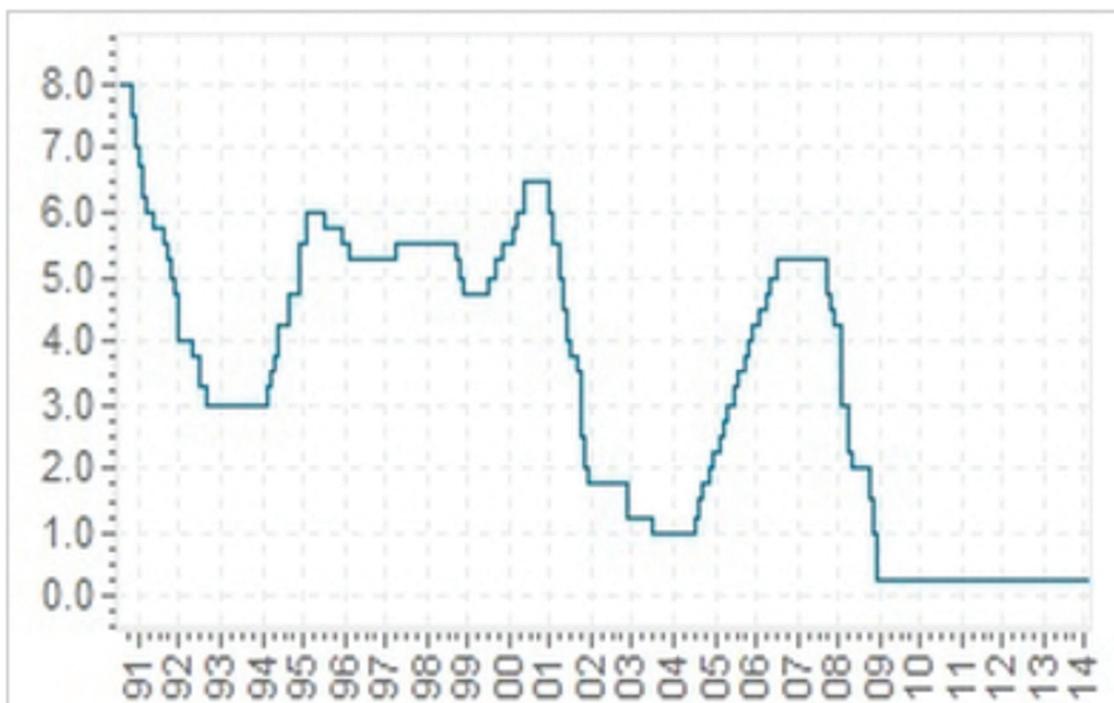
Come anticipato in precedenza, a differenza della Banca Centrale Europea, che persegue l'unico obiettivo della stabilità dei prezzi, ovvero tiene sotto controllo e monitora costantemente l'inflazione, lo statuto della Federal Reserve (il "Federal Reserve Act") impone che la Banca Centrale raggiunga gli obiettivi di massima occupazione, stabilità dei prezzi e moderazione dei tassi di interesse a lungo termine. Per questa ragione, l'adozione e l'efficacia di una politica di Quantitative Easing (QE) inaugurata all'indomani dello scoppio della crisi finanziaria globale e mantenuta per tutto quest'arco di tempo continuandola tuttora, deve essere letta alla luce di questi obiettivi. La banca centrale americana deve quindi trovare un punto d'equilibrio nel decidere quale o quali obiettivi meritano d'essere perseguiti di volta in volta, assegnando a ciascuno una determinata priorità in base alla contingenza. In una prima tappa le due Autorità monetarie reagirono in maniera abbastanza simile. A differenza delle politiche fiscali e delle politiche di appoggio al settore finanziario, qui non è possibile parlare di coordinazione né tra le banche centrali, né tra esse e i Governi, anche se ex post le azioni intraprese si rafforzarono mutuamente tra loro. In questa fase le misure adottate dalla Fed e dalla Bce si circoscrivevano

nell'ambito della gestione della liquidità senza che cambiassero né il tono della politica monetaria, né la dimensione del bilancio di ciascuna banca centrale, né per ultima la loro composizione. Pertanto come prima risposta per affrontare questa crisi furono le misure mediante il tasso d'interesse. Il 17 agosto 2007 la Fed abbassò i tassi di mezzo punto percentuale: dal 6,25% al 5,75%, inoltre estese i periodi dei prestiti e ampliò le classi di garanzia che potevano presentare le banche, per includere come garanzia le ipoteche e attivi simili. Dato che le condizioni economiche peggioravano rapidamente, la Federal Reserve ridusse ulteriormente i tassi e in modo drastico: un punto a settembre, un quarto di punto a ottobre, e un altro quarto a novembre, fino ad arrivare alla soglia del 4,25%. Le tensioni dei mercati non si riducevano, pertanto nell'aprile del 2008 tagliò in modo drastico i tassi di 2 punti, stabilendoli al 2%. Era chiaro che la politica che la Banca Centrale americana stava effettuando, era decisa e aggressiva allo stesso tempo, e cercava di trovare un punto di equilibrio tra la lotta all'inflazione e sostenere la crescita economica: era una politica chiaramente indirizzata ad evitare una quasi inevitabile recessione. L'abbassamento dei tassi era stato compiuto con una velocità mai vista fino ad allora nella storia della Fed e poteva generare rischi inflazionistici. Queste mosse furono applaudite dagli operatori di Wall Street, ma anche criticate da alcuni economisti, come per esempio Cassidy (2008). Ci furono successivi abbassamenti dei tassi, fino all'8 ottobre quando entrò nella fascia tra lo 0,25%

e lo 0%, una situazione che non accadeva dai tempi della Grande depressione del 1929. Da questo momento che il tasso d'interesse è praticamente nullo, la Banca Centrale non poteva più appoggiarsi sul proseguimento di una politica orientata al ribasso. In pratica già alla fine del 2008, non poteva più utilizzare il principale strumento di politica monetaria.

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

Figura 11 Grafico storico Fed Funds



La banca centrale americana quindi è stata spinta a fare ricorso a misure non convenzionali non solo dalla gravità della crisi finanziaria, ma anche dal fatto che aveva esaurito gli altri strumenti tradizionali a sua disposizione dal momento che il tasso sui fed funds è stato presto portato a ridosso del suo limite inferiore. Bernanke e Reinhart (2004) mostrano come in questa situazione una banca centrale a tre possibili strategie da seguire per stimolare l'economia senza operare sul tasso di policy: può indurre gli investitori a credere che il futuro tassi

a breve sarà tenuto più basso di quanto credono correntemente, può modificare la composizione del bilancio della banca modificando l'offerta di titoli, oppure aumentare le dimensioni del bilancio, cioè scegliere la strada del quantitative easing. Durante la crisi finanziaria la Fed si è messa appunto entro queste tre possibilità. In seguito all'abbassamento dei tassi, fece ricorso ad una politica di comunicazione, con l'obiettivo di orientare nella giusta direzione le aspettative degli agenti economici, influenzando di conseguenza anche i tassi di lungo periodo. Il 16 dicembre per esempio in un comunicato stampa si annunciò che "...le condizioni economiche e le aspettative dell'inflazione probabilmente garantiranno livelli eccezionalmente bassi del tasso dei fondi federali per un periodo considerevolmente lungo". In questo modo, le aspettative degli operatori fecero sì che i tassi di lungo periodo si riducessero, stimolando così la domanda aggregata. La Fed sfruttò in tutti i modi, le manovre nell'ambito del suo quadro operativo, allungando per esempio anche il periodo della scadenza dei prestiti offerti. Una volta terminate queste manovre, perché non sufficienti per affrontare la crisi, fu obbligata ad introdurre nuove riforme non contemplate nel suo schema di manovra tradizionale. Nel dicembre 2007 creò il Term Auction Facility (TAF) e nel marzo 2008 la Primary Dealer Credit Facility (PDCF) per ampliare le sue possibilità di erogare prestiti, in una modalità più flessibile. I programmi intrapresi hanno permesso di erogare prestiti con un'efficacia maggiore di quanto avrebbe potuto fare tramite operazioni di

mercato aperto. Attraverso il Term Auction Facility, la Fed può erogare prestiti a molte più controparti ed accettare una più ampia gamma di asset come colaterale. Il TAF ha permesso di aumentare la liquidità sui mercati riuscendo ad evitare gli effetti indesiderati che avrebbe comportato un ricorso alla discount window. I primary dealer invece sono banche, dealer e broker, che sono ammesse come controparti della Fed alle operazioni di mercato aperto. Quindi hanno il ruolo chiave di rifornire il mercato della liquidità ottenuta dalla banca centrale americana. al primary dealer viene erogata liquidità overnight quando il mercato monetario si è prosciugato a tal punto che non ci sono più altre soluzioni per le banche di finanziarsi.

Inoltre attivò meccanismi per aumentare gli attivi in mano alle entità suscettibili di essere dati come garanzia nel caso presentassero domanda di liquidità, e pertanto per aumentare la possibilità di ottenere risorse liquide dalla Fed Avviò un'agevolazione per prestare Lettere del tesoro americano, attivi liquidi scontabili nelle operazioni di politica monetaria, in cambio di attivi illiquidi come i Mortgage Back Securities (MBS). Questi strumenti adottati, hanno l'obiettivo comune di facilitare l'accesso diretto alla Fed da parte di un numero maggiore di entità dato che possono utilizzare un insieme di attivi più grande come garanzia. I cambi nel quadro operativo della banca centrale americana con queste misure si avvicinarono a quelle della Bce. Ormai dall'ultimo secolo il

dollaro è divenuto la valuta di riferimento a livello globale, per cui anche delle anomalie che si riscontrassero in mercati finanziari non statunitensi relativamente al dollaro, possono ripercuotersi negativamente anche all'interno del territorio americano di conseguenza.

La Fed pertanto nella prima fase delle politiche non convenzionali utilizzate, per arginare queste tensioni si accordò con la banca centrale europea e altre banche centrali per aprire delle linee swaps di divise tra loro con il principale obiettivo di garantire un'offerta adeguata di liquidità in dollari alle entità di credito non residenti negli Stati Uniti. Grazie a questo nuovo strumento ogni banca centrale poteva somministrare non solo fondi denominati nella propria valuta, ma anche in altre divise.

5.2 Fallimento della Lehman Brothers: la seconda fase di politiche non convenzionali 2012-2017

Con il fallimento della Lehman Brothers e il salvataggio della compagnia assicurativa AIG (American International Group), nel settembre del 2008, le banche ridussero drasticamente la propensione a prestarsi denaro tra di esse, e crebbe precipitosamente la domanda di depositi delle riserve presso la Federal Reserve. Ci fu un congelamento del mercato interbancario, problema che successivamente si trasferì anche in Europa come anticipato nel capitolo precedente. Quindi da un lato aumentarono le tensioni nei mercati finanziari, dall'altro la crisi finanziaria iniziò ad influenzare anche il settore reale dell'economia mondiale. In questo contesto di congelamento del mercato interbancario, la Fed iniettò grandi quantità di liquidità acquistando mediante il "Treasury Supplementary Financing Program" (TSFP) i Mortgage Backed Securities (MBS), obbligazioni di debito che assicurano la liquidità di pacchetti di prestiti ipotecari. Per mezzo del programma Commercial Paper Funding Facility (CPFF) la Banca Americana comprava invece i Commercial Papers (CP), che sono strumenti del mercato monetario emessi dalle imprese con scadenza massima a 270 giorni e con la liquidità ottenuta tramite questi strumenti viene impiegata per finanziare prestiti al consumo. I commercial paper

sono strumenti molto utilizzati dalle imprese per finanziarsi e la caduta del loro valore, e quindi dei prezzi di questi titoli, aveva impedito a molte società di ottenere credito a condizioni accettabili sul mercato dei capitali. La banca centrale americana, mediante il CPFF non interviene direttamente: eroga prestiti con scadenza trimestrale al CPFF, la quale utilizza questi fondi per acquistare sul mercato i commercial paper. In questo modo, la Fed acquistò attività considerate tossiche nei mercati, quali MBS e Commercial Paper, emettendo in cambio dollari con l'obiettivo di ricomporre la base del capitale delle entità finanziarie. Abbiamo detto in precedenza che nonostante la riduzione del tasso d'interesse produceva effetti positivi, la situazione critica nei mercati del credito limitava chiaramente il suo impatto. Nell'ambito della gestione della liquidità la Bce fu più attiva. La Fed decise di remunerare le riserve depositate dalle banche presso la sua tesoreria. In seguito la banca centrale americana iniziò ad attuare un secondo insieme di misure per iniettare liquidità ai mercati del credito, rilassare le condizioni finanziarie, evitare una tanto temuta deflazione e contribuire quindi a migliorare l'attività economica. Molte delle misure in seguito adottate non esistevano prima della crisi e sono state create appositamente dalla Federal Reserve in relazione alla situazione. Tutte le proposte fanno uso dell'attivo del bilancio e, in pratica, implicano la concessione di prestiti o acquisto di attivi.

Gli acquisti di attivi furono molto significativi presso la Federal Reserve e con una modalità differente rispetto alla Banca Centrale Europea. Partecipò attivamente nei programmi governativi che appoggiavano il settore finanziario, realizzando anche acquisti di titoli emessi dalle agenzie Freddie Mac e Fannie Mae, che avevano un ruolo centrale nel mercato ipotecario americano, con l'obiettivo di rafforzare un segmento rilevante del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, come fece la BCE acquistando invece Covered Bonds.

Nel marzo 2009, ci fu un cambio qualitativo di enorme portata. La Fed decise di avviare il programma conosciuto con il nome di Quantitative Easing 1.

Figura 12.



Time line delle misure di QE effettuate dalla FED

Con questo programma acquisto attivi per un ammontare complessivo di 1750 miliardi di dollari (1250 miliardi di debito di agenzie statali, 300 di titoli del tesoro americano e 200 di altri attivi). Fu un acquisto di attività di una scala molto più grande a quello realizzato dalla Bce. Il fine di questa operazione era quello di contribuire in maniera duratura al ristabilimento delle condizioni monetarie e finanziarie. Questo programma ebbe un impatto considerevole sul bilancio della banca centrale americana, portando le attività a 2100 miliardi di dollari. L'obiettivo in questo caso era quello di sostenere il mercato immobiliare che stava collassando assieme al segmento dei mutui subprime. Le banche però, di fronte a questa enorme e inedita operazione e al forte impegno della Federal Reserve, non impiegarono la liquidità ottenuta per erogare prestiti finanziando l'economia, bensì per migliorare i coefficienti patrimoniali imposti da Basilea per migliorare le loro condizioni, o per tamponare le ingenti perdite subite sugli MBS tenuti in bilancio. Con queste condizioni, la FED annunciò l'avvio di operazioni mensili di acquisto di titoli pubblici dall'ammontare di 30 miliardi al mese in modo da abbassare i prezzi di tali attività e renderli quindi meno conveniente, incanalando gli investimenti sui titoli del mercato immobiliare, settore continuamente in situazioni critiche. I successi del primo programma di quantitative easing non ci furono, o meglio, i risultati non furono come quelli sperati per il fatto che le banche non avevano aumentato in modo considerevole i prestiti all'economia.

I criteri per accedere al credito infatti erano sempre più stringenti ed esigenti. Nel novembre 2010 pertanto la Federal Reserve ampliò il suo programma di acquisti di attività, di 600 miliardi in più entro la fine del secondo trimestre del 2011: è l'avvio del Quantitative Easing 2 con il quale intendeva creare moderate aspettative inflazionistiche che avrebbero stimolato la domanda e quindi la crescita. È risaputo che le previsioni di rialzo dei prezzi spingono ad anticipare gli acquisti per evitare di pagare prezzi inflazionati e quindi più alti. Questo intervento è anche mirato ad evitare l'incubo della deflazione, che ha un effetto opposto alla domanda e quindi rallenterebbe ulteriormente la ripresa economica. Nel settembre 2011 la Fed annuncia inoltre l'avvio dell'operazione twist. Il fomc infatti dichiarò che la banca centrale americana venderà un ammontare pari a 400 miliardi di dollari di titoli del tesoro con scadenza a breve per acquistare un ammontare analogo di titoli con scadenze fra i sei e i trent'anni, quindi consiste nel sostituire i titoli a lungo termine con quelli a breve. È uno "spostamento di fondi": non prevede aumenti della liquidità ma induce una riduzione dei tassi a lungo, importanti per finanziare gli investimenti, per mobilitare il credito a vantaggio delle piccole e medie imprese e per agevolare la sottoscrizione di emissioni obbligazionarie private.

Figura 13.

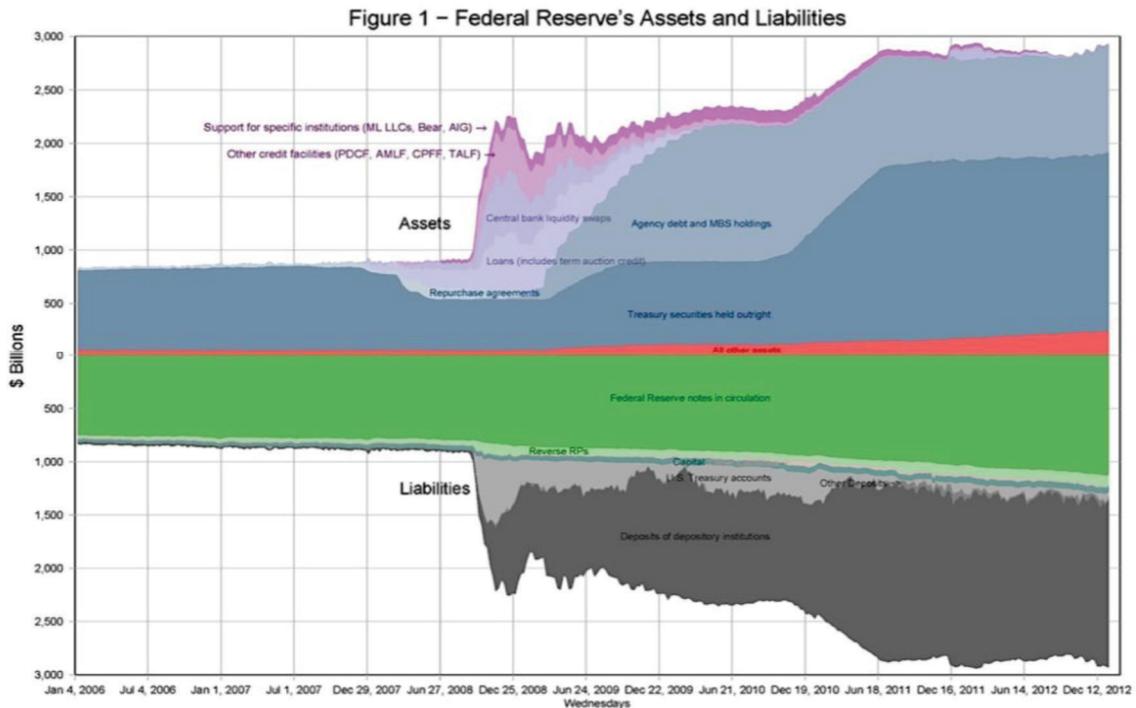


GRAFICO :BILANCIO//FED(2006-2012) FONTE:<https://www.ebsco.com/...databases/business-source-complete>

Il grafico evidenzia l'aumento delle posizioni attive della FED dal 2007 al 2012, ed in particolare la crescita nell'acquisto di obbligazioni governative e titoli del Tesoro a lungo termine, così da minimizzare le misure di salvataggio adottate in casi di estrema urgenza. In risposta a rinnovati timori di recessione, la FED ha annunciato un terzo round di acquisti di titoli del Tesoro a lungo termine, definito ufficialmente *Maturity Extension Program and Reinvestment Policy*, il 21 settembre 2011.

Il programma è stato soprannominato "Operation Twist", perché la FED ha venduto 400 miliardi di dollari a breve termine acquistandone 400 in attività a lungo termine, per ridurre i tassi d'interesse a lungo termine, quindi "torcendo" la curva dei rendimenti. L'Operation Twist non espande la base monetaria perché gli acquisti di asset a lungo termine sono stati finanziati dalle vendite di asset a breve termine piuttosto che con la creazione di moneta.

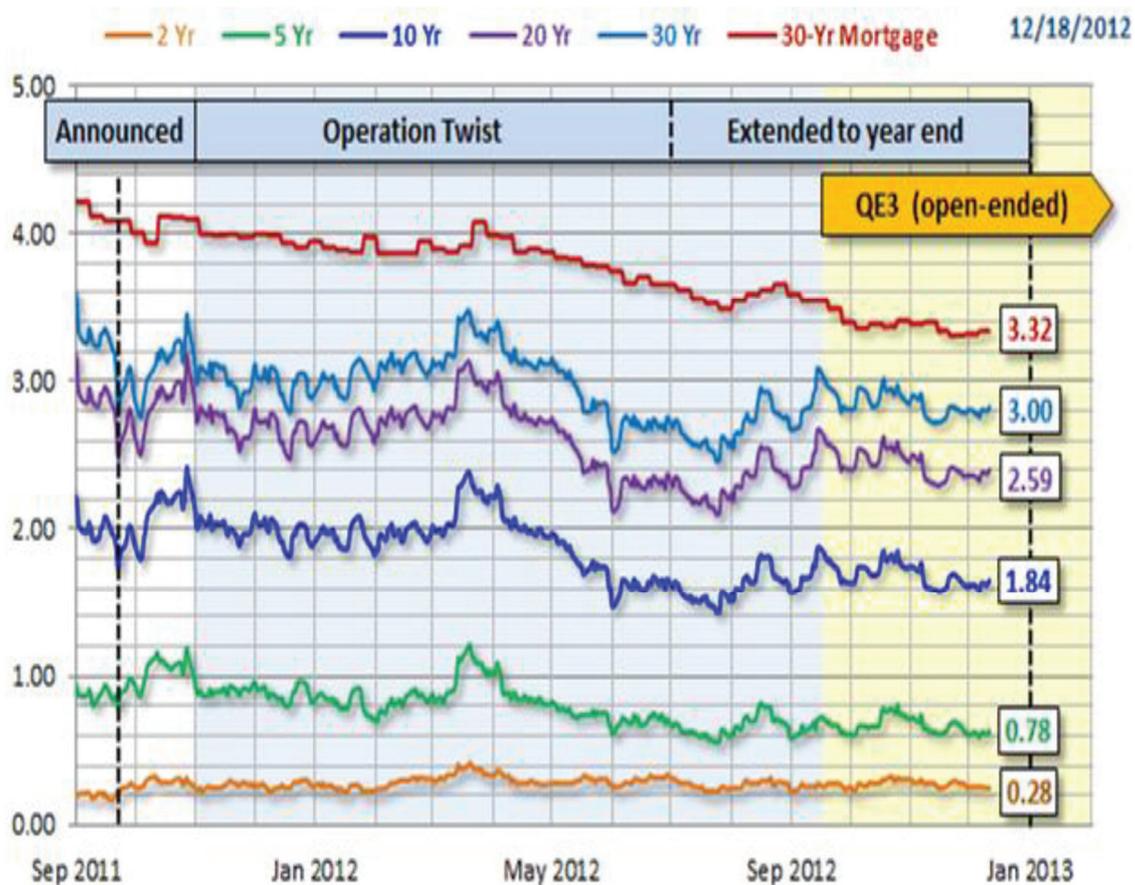


Figura 14 OPERATION TWIST (2011-2013)/ FONTE

<http://www.marketoracle.co.uk/Article38139.html>

Dalla figura 13, in correlazione con il grafico n.12, si può notare che attraverso l'*Operation Twist* di settembre 2011, la FED è riuscita ad abbassare le curve dei rendimenti dei titoli a lunga scadenza di almeno 2 punti base, contestualmente ad un aumento lieve dello *yield* a breve scadenza grazie alle massicce vendite. Il 20 giugno 2012, la FED ha annunciato l'intenzione di prorogare la scadenza del suo programma di acquisto di titoli del Tesoro, continuando a vendere una quantità equivalente di titoli a breve termine, fino alla fine dell'anno. Nonostante questo sforzo, il mercato del lavoro è rimasto stagnante. Al suo discorso annuale a Jackson Hole, il presidente Bernanke ha riconosciuto che *"la stagnazione nel mercato del lavoro, in particolare, è una preoccupazione grave"* e che *"la Federal Reserve avanzerà politiche aggiuntive, se necessario"*.

Tre mesi dopo, ovvero il 13 settembre 2012 il FOMC ha annunciato un terzo round di *Quantitative Easing*, o "QE3". Diversamente dai precedenti programmi di Quantitative Easing, la FED si è impegnata ad acquisti costanti e dilazionati, piuttosto che acquistare tutto in una tranches. La FED si impegnò così ad acquistare MBS con un ritmo mensile di 40 miliardi di dollari fintanto che le prospettive per il mercato del lavoro non sarebbero migliorate sostanzialmente. Poi nel dicembre 2012, il FOMC ha annunciato che gli acquisti di debito del Tesoro a lunga scadenza sotto la *Maturity Extension Program* sarebbero continuati al ritmo di 45 miliardi di dollari al mese, espandendo ulteriormente la

base monetaria. In totale queste due operazioni combinate hanno comportato una spesa di ulteriori 85 mld di dollari al mese. La particolarità *del terzo QE* è stata che, rispetto alle prime due operazioni, non era stato stabilito un termine per il programma né un limite di spesa. A partire da dicembre 2013 sulla base degli allora dati macroeconomici, attuali e prospettici, la FED ha iniziato a rallentare il ritmo degli acquisti, l'inizio del cosiddetto "*Tapering*", fino a quando nell'ottobre 2014 è stata dichiarata la conclusione del programma. Il bilancio della FED il giorno della conclusione dei tre programmi era pari a 4486,7 mld \$, una cifra enorme se si pensa ai circa 900 mld\$ del 2007.

All'attivo le voci preponderanti erano rimaste le stesse, i titoli di Stato (*US Treasury Securities*) e i titoli delle MBS, i primi che avevano comportato una spesa complessiva di 2462 mld e i secondi di 1718. Si nota come siano tornati ad essere irrilevanti i prestiti i quali erano tutti terminati negli anni precedenti. Al passivo le due voci principali sono rimaste le stesse, ovvero, il circolante e le riserve bancarie: la maggiore variazione è stata proprio quello delle *reserve balances*, caratterizzate principalmente dai depositi concessi verso le altre BCN, da circa 15 mld nel 2007 ai 10 mld di dollari del 2014. La Fed, nonostante aver terminato i programmi straordinari di politica monetaria, stabilì che avrebbe mantenuto le politiche esistenti di reinvestimento dei titoli detenuti delle agenzie federali, degli MBS e delle *Treasury securities* tramite le aste, in maniera tale

da continuare la politica di credito accomodante che avrebbe dovuto mantenere stabile anche il sistema finanziario: secondo questa politica di reinvestimento il bilancio della FED doveva rimanere stabile attorno alla cifra di \$ 4500 mld, e così è stato anche per gli anni a seguire.

A febbraio 2014 un evento importante per la FED è stato il cambio di presidenza con l'elezione di Janet Yellen, prima donna a diventare Presidente della FED e prima democratica dopo Paul Volcker. Nel primo anno del suo mandato, grazie ad andamenti macroeconomici stabili, non è stato necessario che la FED intervenisse con nuove misure straordinarie, ma si è semplicemente continuato con le politiche di credito accomodanti. A settembre dello stesso anno il FOMC ha pubblicato un documento denominato "*Policy Normalization Principles And Plans*", nel quale veniva delineata la politica monetaria che sarebbe seguita negli anni successivi secondo degli specifici punti. In primis si assicurava che la normalizzazione sarebbe stata basata sulle prospettive economiche che, se soddisfacenti, avrebbero permesso un innalzamento del *federal fund rate*. Questa variazione del tasso sarebbe stata condotta tramite un aggiustamento del tasso d'interesse sulle riserve bancarie in eccesso (*Interest of Required Balances and Excess Balances - IOER*). La FED dichiarava, inoltre, che durante questo periodo avrebbe utilizzato anche il c.d. *Overnight Reverse Repurchase Agreement Facility (RRA)* come strumento supplementare per

aiutare a controllare il *federal fund rate*. Si preparava poi ad una riduzione degli *assets* che non fossero i titoli di stato e i titoli delle agenzie federali, quindi degli MBS e degli altri titoli appartenenti a diversi settori dell'economia che deteneva nel bilancio. Questa decisa linea strategica intrapresa dalla FED è servita a mostrare quali fossero i suoi intenti che, fino ad allora non erano stati espliciti sulla fine o meno delle politiche non convenzionali. Il primo vero e proprio passo verso la normalizzazione è stato fatto più di un anno dopo l'annuncio della Fed, quando, nel dicembre 2015, è stato alzato per la prima volta (da dicembre 2008) il tasso obiettivo dei *federal funds*. Il livello *target* è stato alzato di 25 punti base, con un *range* compreso fra lo 0,25% e lo 0,50%. L'operazione è stata condotta tramite un innalzamento dell'IOER di 0,25 punti percentuali. Il *federal fund rate* si è mosso di conseguenza dallo 0,15% in cui si trovava il 16 dicembre allo 0,37% del giorno successivo. L'altro strumento che aiuta a mantenere il tasso d'interesse nel *range* obiettivo sono le *Overnight RRA*, tramite le quali le controparti idonee a partecipare alle operazioni forniscono capitali alla FED in cambio di titoli di Stato che il giorno successivo la FED si impegna a restituire, con la maggiorazione dell'interesse maturato sull'operazione. A differenza delle RRA che avvenivano prima della crisi, il FOMC (Federal Open Market Committee) prestabilisce il tasso d'interesse dell'operazione in maniera tale da influenzare gli intermediari finanziari a partecipare o meno alle operazioni e,

inoltre, attualmente il numero di controparti idonee a partecipare è molto più elevato di quello pre-crisi dove erano ammessi solo i *primary dealers*.

L'ultimo strumento che viene sfruttato in questo periodo di normalizzazione sono i depositi a termine che le banche possono detenere presso la FED per uno specificato arco temporale ad un tasso d'interesse fissato dal *Board of Governors* della FED*. Con l'avvio del processo di normalizzazione i titoli detenuti dalla FED e di conseguenza anche le riserve bancarie, sono stati ridotti in maniera graduale attraverso la conclusione dei programmi di reinvestimento che sono stati condotti in questi anni, in maniera tale da consentire al bilancio della FED di tornare ad assumere dimensioni normali.

Alla fine del 2016, un anno dopo il primo innalzamento dei tassi, la Yellen ha annunciato un nuovo incremento del livello del federal fund *rate* di ulteriori 25 punti base, quindi un *range* che va dallo 0,50% allo 0,75%, e di conseguenza anche l'IOER è stato portato allo 0,50%.

*Board of Governors of Federal Reserve System, "Addendum to the Policy Normalization Principles and Plans", 18 Marzo 2015

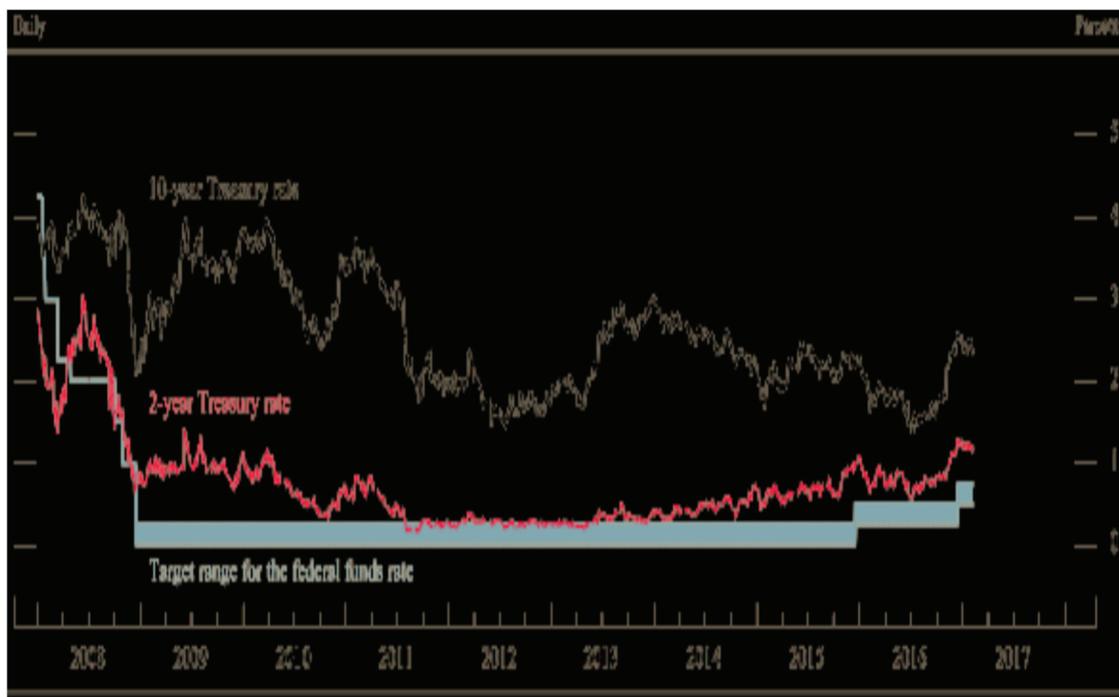


GRAFICO / Figura 15:

TASSO DI INTERESSE DEI TITOLI DEL TESORO SCADENZA A 2 E 10 ANNI FONTE: <https://federalreserve>

Dal grafico sopra si può notare come il *trend* dei tassi dei fondi federali a 10 anni si appiattisce verso quelli con scadenza a 2 anni, ma successivamente al *tapering* iniziato a fine 2015, si può vedere bene l'aumento graduale dei tassi grazie alle manovre messe in campo dalla FED. A differenza del primo rialzo, che aveva destato preoccupazioni nei mercati, soprattutto in quelli delle economie emergenti, stavolta la scelta non ha avuto ricadute in un mercato finanziario che risulta apparire sempre più stabile. Durante la prima metà del 2017, il FOMC (Federal Open Market Committee) ha continuato a ridurre gradualmente l'ammontare degli accomodamenti monetari.

In particolare, il Comitato ha deciso di aumentare l'intervallo obiettivo per il tasso dei fondi federali a marzo e a giugno 2017, portandolo all'attuale intervallo compreso tra 1 e 1.25 per cento. Anche con questi aumenti dei tassi, la posizione della politica monetaria è rimasta accomodante, sostenendo un ulteriore rafforzamento delle condizioni del mercato del lavoro e un ritorno al 2% dell'inflazione.

Nell' addendum ai principi e ai piani di normalizzazione della politica monetaria, adottato dal 13 giugno 2017, il FOMC, Federal Open Market Committee ha deciso di aumentare in modo graduale i principi di normalizzazione della politica monetaria in atto, in particolare:

- Il Comitato intende gradualmente ridurre i titoli detenuti dalla Federal Reserve attraverso una diminuzione del suo reinvestimento dei pagamenti principali che riceve dai titoli detenuti nel *System Open Market Account*. In particolare, tali pagamenti saranno reinvestiti solo nella misura in cui superano gradualmente i limiti;
- Per i rimborsi di capitale che la FED riceve dalla scadenza dei titoli del Tesoro, il limite sarà, inizialmente, di \$ 6 miliardi per mese e aumenterà di \$ 6 miliardi a intervalli di tre mesi fino al raggiungimento del *cap* di \$ 30 miliardi;

- Per i rimborsi di capitale che la FED riceve dalle sue partecipazioni nel debito delle agenzie governative e delle garanzie ipotecarie, il limite massimo sarà inizialmente di \$ 4 miliardi al mese, aumentando gradualmente della stessa cifra, fino a \$ 20 miliardi mensili.

La graduale riduzione delle disponibilità di titoli della Federal Reserve si tradurrà in una diminuzione della fornitura di saldi di riserva, quindi, il Comitato ha previsto di ridurre questi ultimi nel tempo, a un livello sensibilmente inferiore a quello osservato negli ultimi anni ma più ampio rispetto a prima della crisi finanziaria. Il livello rifletterà la domanda del sistema bancario per i saldi di riserva e le decisioni del Comitato su come attuare la politica monetaria in modo più efficiente ed efficace in futuro. La modifica dell'intervallo obiettivo per il tasso dei fondi federali è il mezzo principale del Comitato per adeguare la politica monetaria ma, in caso di un deterioramento sostanziale delle prospettive economiche che riduca il *target* sui federal funds, il FOMC sarebbe disposto a riprendere il reinvestimento dei rimborsi di capitale ricevuti sui titoli detenuti dalla Federal Reserve. Nel Dicembre del 2017 il FOMC innalza ulteriormente il *target* sui tassi federali fino al 1.25, 1.50 per cento: la decisione di innalzare tale tasso è il riflesso della performance solida che sta dimostrando di avere l'economia in questo periodo. Anche con l'innalzamento dei tassi, la presa di posizione della politica monetaria rimane accomodante e in linea col perseguimento degli

obiettivi statuari. Il 5 Febbraio 2018 Jerome Powell viene scelto come nuovo presidente della FED, in seguito alla scadenza del mandato della Yellen, e il 23 Febbraio successivo il FOMC delinea le linee essenziali che intende percorrere nel corso dell'anno, riconfermando l'aumento del *target* relativo ai tassi sui fondi federali, ma evidenziando che l'incremento graduale dipenderà esclusivamente dalle condizioni che l'economia rifletterà nei mesi successivi; di conseguenza, la FED intende osservare l'andamento dell'inflazione reale ed attesa, per continuare il *tapering* in modo continuativo ed efficiente.

Tale aspettativa viene confermata con la dichiarazione del FOMC del 21 marzo 2018 in cui vengono annunciate le linee essenziali della politica monetaria, in vigore dal giorno successivo, in particolare:

1. L'aumento del tasso IOER di 0.25 punti percentuali, portandolo all'1.75 per cento;
2. Il target sui tassi dei fondi federali compreso in un range di 1.5-1.75 per cento e la politica monetaria rimane accomodante, sostenendo in tal modo le forti condizioni del mercato del lavoro e il ritorno sostenuto al 2% dell'inflazione.

In conclusione, abbiamo potuto notare in questo capitolo come una banca centrale normale abbia libertà operative maggiori rispetto a quelle di un'istituzione sui generis come la BCE. Se, infatti, negli Stati Uniti una politica monetaria, seppur non convenzionale, che comporta un massiccio acquisto di titoli di Stato è possibile senza particolari complicazioni giuridiche e/o politiche, abbiamo visto come, invece, nell'Unione Europea la strada per il raggiungimento di questa politica sia stata molto più ardua.

6.Capitolo: Prevenire l'insorgere della crisi: la vigilanza unica bancaria e unione bancaria

L'istituzione della vigilanza bancaria europea nel novembre 2014 ha rappresentato un passaggio decisivo, gettando le fondamenta per un settore bancario più stabile e un'Europa più integrata.

Il Meccanismo di vigilanza unico (MVU) è il sistema europeo di vigilanza bancaria che comprende la BCE e le autorità di vigilanza nazionali dei paesi partecipanti. Le sue principali finalità sono:

- salvaguardare la sicurezza e la solidità del sistema bancario europeo
- accrescere l'integrazione e la stabilità finanziarie
- assicurare una vigilanza coerente

L'unione bancaria rappresenta un passo importante verso un'autentica Unione economica e monetaria. Consente un'applicazione coerente della normativa bancaria dell'UE nei paesi partecipanti. Le procedure e gli strumenti decisionali di nuova introduzione aiutano a creare un mercato bancario più trasparente, unificato e più sicuro. L'esigenza di un'unione bancaria è emersa dalla crisi

finanziaria del 2008 e dalla successiva crisi del debito sovrano. È risultato chiaro che, specie in un'unione monetaria come l'area dell'euro, i problemi causati dagli stretti legami tra le finanze del settore pubblico e il settore bancario possono facilmente trascendere i confini nazionali e provocare turbolenze finanziarie in altri Stati membri dell'UE. La vigilanza bancaria europea concorre in ampia misura alla maggiore stabilità del settore bancario nell'area dell'euro, garantisce, inoltre, parità di trattamento, che è una condizione fondamentale per la creazione di un mercato bancario unico. Tuttavia, affinché sia preservata l'integrità di tale mercato, occorre completare l'Unione bancaria. Dopo aver creato un sistema comune di vigilanza e di risoluzione nell'area dell'euro, dobbiamo assicurare che i depositanti siano tutelati, ovunque, allo stesso modo.

Il termine MVU indica un nuovo sistema di vigilanza bancaria il cui motore è rappresentato dalla cooperazione tra la Banca Centrale Europea e le competenti autorità nazionali in materia di vigilanza e la Commissione europea. La vigilanza bancaria della BCE prosegue la sua stretta collaborazione con il Parlamento europeo e il Consiglio dell'UE. Con il MVU, che rappresenta uno dei tre pilastri dell'Unione Bancaria, è stato realizzato un nuovo modello di integrazione europea, si è aggiunto l'ulteriore ingrediente della cooperazione tra il livello nazionale e quello sovranazionale. L'attuale assetto finanziario dell'Unione è caratterizzato dalla separazione tra le attività di vigilanza e quelle

regolamentari. Di queste ultime, infatti, non se ne occupa la Bce ma l'Autorità bancaria europea e la Commissione europea. Obiettivo di questa tesi è evidenziare come la separazione in parola costituisca un ostacolo all'effettivo funzionamento del Meccanismo e dimostrare l'importanza dell'attribuzione di poteri regolatori alla Bce. La BCE vigila direttamente sulle maggiori banche mentre le rimanenti banche continuano a essere controllate dalle autorità nazionali di vigilanza.

I principali compiti della BCE e delle autorità nazionali di vigilanza sono controllare che le banche rispettino le norme bancarie dell'Unione e affrontare immediatamente i problemi.

1. Ente organizzativo: il consiglio di vigilanza

Il consiglio di vigilanza della BCE è composto di un presidente, un vicepresidente, quattro rappresentanti della BCE (che possono anche assolvere compiti non direttamente connessi alla funzione monetaria della BCE) e un rappresentante dell'autorità nazionale competente di ciascuno Stato membro partecipante all'SSM. Le nomine a presidente e vicepresidente della BCE devono ottenere l'approvazione del Parlamento europeo. Le decisioni del consiglio di vigilanza sono adottate a maggioranza semplice. Il consiglio di vigilanza è un organo interno incaricato della pianificazione, preparazione ed esecuzione dei compiti di vigilanza attribuiti alla BCE. Elabora e sottopone al

consiglio direttivo progetti di decisioni completi in materia di vigilanza, che si considerano adottati se non vengono respinti dal consiglio direttivo entro un termine stabilito. Se uno Stato membro non appartenente alla zona euro non concorda con un progetto di decisione del consiglio di vigilanza, si applica una procedura speciale e lo Stato membro interessato può anche chiedere che si ponga fine alla stretta cooperazione.

2. Obiettivi e compiti

In quanto autorità di vigilanza bancaria la BCE è incaricata, fra l'altro, di rilasciare e revocare l'autorizzazione agli enti creditizi, assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali, effettuare le revisioni prudenziali e partecipare alla vigilanza supplementare dei conglomerati finanziari. È anche chiamata ad affrontare i rischi sistemici e macroprudenziali.

3. Poteri e strumenti

Al fine di esercitare il proprio ruolo di vigilanza, la BCE ha poteri di indagine (richieste di informazioni, indagini generali, ispezioni in loco) e poteri di vigilanza specifici (ad esempio, il rilascio delle autorizzazioni agli enti creditizi). Essa ha inoltre la facoltà di emanare sanzioni amministrative e può altresì richiedere agli enti creditizi di detenere riserve di capitale più elevate.

4. Altre funzioni: Anche altre basi giuridiche affidano compiti alla BCE. Il trattato che istituisce il meccanismo europeo di stabilità (MES) (in vigore a partire dal settembre 2012) ha istituito il MES come istituzione finanziaria internazionale e conferito compiti alla BCE – soprattutto di valutazione e di analisi – in relazione alla concessione di assistenza finanziaria. Secondo i regolamenti che istituiscono il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), responsabile della vigilanza Macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea, la BCE fornisce al CERS il servizio di segretariato che offre assistenza analitica, statistica, logistica e amministrativa. Il presidente della BCE è anche presidente del CERS. La BCE svolge un ruolo consultivo nella valutazione dei piani di risoluzione degli enti creditizi a norma della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche e del regolamento concernente il meccanismo di risoluzione unico. Nel quadro del meccanismo di risoluzione unico, la BCE valuta se un ente creditizio sia in dissesto o a rischio di dissesto e ne informa la Commissione e il comitato di risoluzione unico. Alle autorità di risoluzione spetta il compito di decidere in merito all'azione appropriata di risoluzione. Il comitato di risoluzione unico è l'organo decisionale centrale del meccanismo di risoluzione unico. Il suo compito è assicurare che gli enti creditizi e le altre entità per le quali è competente che si trovano di fronte a gravi difficoltà siano soggetti a risoluzione in modo efficace e con costi minimi per i contribuenti e l'economia reale.

6.1 Le attività macroprudenziali della Bce

Un anno dopo l'entrata in vigore del regolamento sull'MVU, la BCE ha formalmente assunto le proprie competenze di vigilanza il 4 novembre 2014. Insieme alle autorità nazionali competenti (ANC), la BCE contribuirà alla sicurezza e alla solidità del sistema bancario e alla stabilità del sistema finanziario. L'avvio dell'MVU ha fatto seguito a mesi di preparativi molto intensi, durante i quali si è provveduto a stabilire le strutture di governance dell'MVU, ultimare il quadro giuridico per la vigilanza nell'ambito dell'MVU, creare la funzione di vigilanza della BCE e assumere il suo personale, e infine definire il modello di vigilanza dell'MVU.

Nel 2016 le banche dell'area dell'euro hanno conseguito profitti stabili, seppur modesti. Al contempo, le sfide e i rischi che sono chiamate ad affrontare sono rimasti sostanzialmente invariati rispetto al 2015. Il rischio principale riguarda la sostenibilità dei modelli di business e la redditività delle banche; altri rischi di rilievo derivano dall'elevato livello dei prestiti deteriorati e dalle incertezze geopolitiche, come l'impatto di medio e lungo periodo della Brexit. La vigilanza bancaria europea ha fissato le proprie priorità di conseguenza. La vigilanza bancaria europea ha inoltre continuato a perfezionare il suo strumento principale, ossia *il processo di revisione e valutazione prudenziale* (SREP). Ne è conseguito un maggiore allineamento tra i requisiti patrimoniali e i profili di

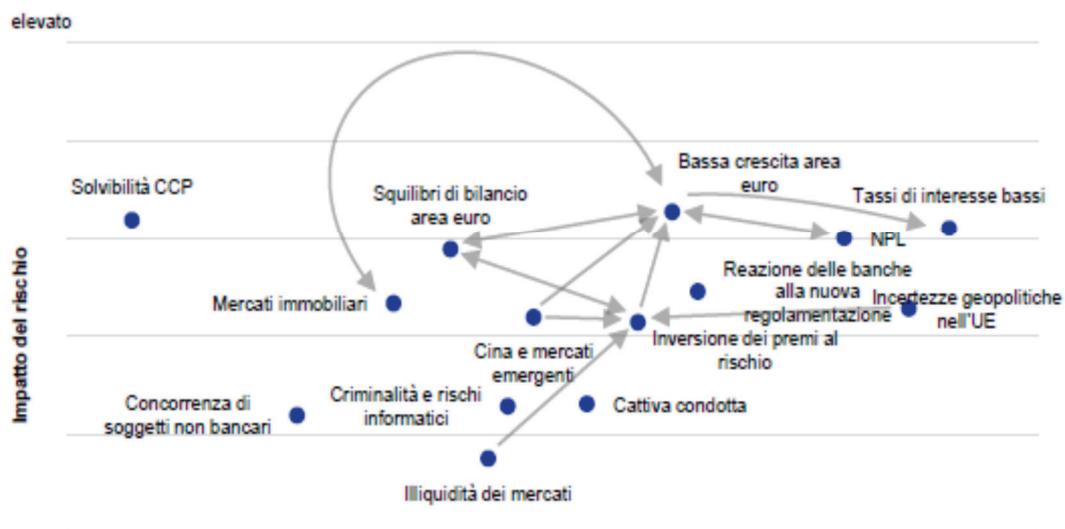
rischio delle singole banche. Nel complesso, le esigenze di capitale derivanti dallo SREP 2016 sono rimaste sostanzialmente stabili. Nel 2016 la vigilanza bancaria europea ha compiuto progressi nell'affrontare la questione dei crediti deteriorati. Al riguardo, lo scorso settembre, è stata posta in consultazione una bozza di linee guida. Le raccomandazioni e le migliori prassi individuate dalla guida aiuteranno le banche a ridurre in maniera efficace i crediti deteriorati. I rischi individuati nel 2016 rimangono in massima parte validi per il 2017. Le banche nell'area dell'euro continuano a operare in un contesto caratterizzato da bassa crescita economica. I modesti andamenti dell'economia influiscono sui tassi di interesse e sulla ripresa, e sono all'origine dei principali rischi per il settore bancario dell'area dell'euro. Il prolungato periodo di bassi tassi di interesse sostiene l'economia e riduce il rischio di insolvenze. Allo stesso tempo esercita pressioni sui modelli di business delle banche, poiché il livello contenuto dei tassi comprime il reddito da interessi in un momento in cui la redditività complessiva è già esigua. Nel 2016 i rischi per la *sostenibilità dei modelli di business e la bassa redditività* sono rimasti le principali fonti di preoccupazione per il settore bancario dell'area dell'euro. Desta preoccupazione anche *l'elevato stock di crediti deteriorati (NPL)* che pesa su diverse banche dell'area dell'euro. Oltre a intaccare la redditività, tali crediti rendono gli intermediari più vulnerabili ai mutamenti dei mercati. Occorre pertanto che le banche adottino strategie credibili e incisive per risanare i

bilanci, inclusa la gestione proattiva dei portafogli di NPL. Le incertezze geopolitiche sono in aumento. La vigilanza bancaria della BCE è ha intrattenuto intensi scambi con le banche più esposte, specie nell'ambito del referendum britannico sulla Brexit, per assicurarsi che stessero monitorando i rischi, preparandosi ai diversi scenari possibili. Durante il periodo in esame, nel settore bancario non sono stati individuati rischi di liquidità/provvista né rischi operativi di rilievo. Ciò nonostante, i recenti sviluppi politici potrebbero ritardare gli investimenti, rallentando la crescita.

Figura 16 Fonte www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/annual-report

Grafico 1

Mappa dei rischi per il sistema bancario dell'area dell'euro



Ciò nonostante, i recenti sviluppi politici potrebbero ritardare gli investimenti, rallentando la crescita. Nel 2016 la vigilanza bancaria della BCE ha eseguito la prova di stress dell'Autorità bancaria europea (ABE) per le banche dell'area dell'euro e ha condotto una prova di stress nell'ambito dello SREP1. La prova di stress a livello dell'UE ha *coinvolto 37 enti significativi* di grandi dimensioni (che insieme rappresentano circa il 70 per cento delle attività bancarie sottoposte alla vigilanza bancaria europea). I risultati delle prove di stress per queste banche sono stati pubblicati dall'ABE il 29 luglio 2016. La prova di stress nell'ambito dello SREP ha riguardato ulteriori 56 enti significativi nell'area dell'euro. In entrambi gli esercizi è stata impiegata sostanzialmente la stessa metodologia per valutare la resilienza degli enti finanziari ad andamenti avversi del mercato e individuare dati e informazioni utili allo SREP.

I risultati delle prove di stress hanno mostrato che:

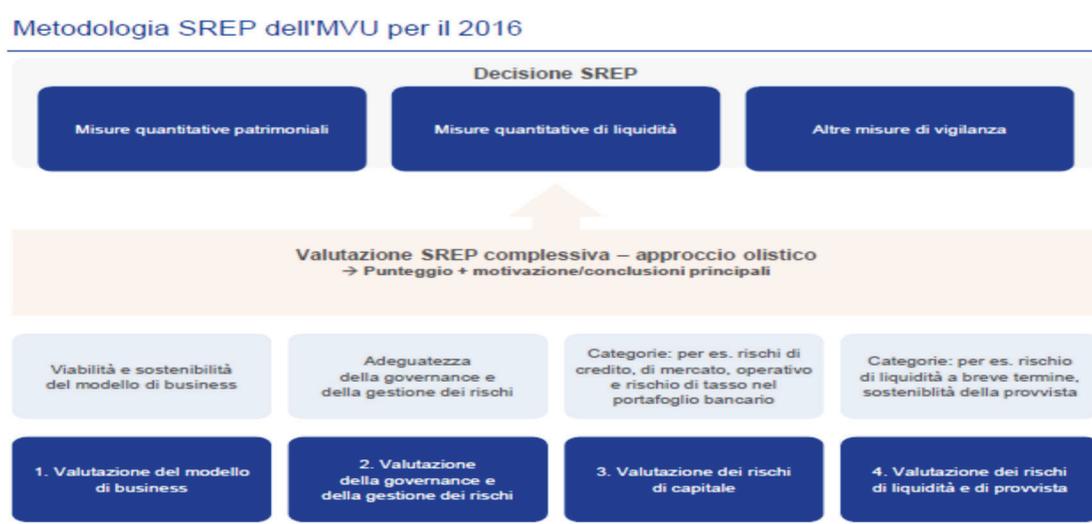
- il sistema bancario può sostenere l'impatto di tensioni anche più gravi di quelle simulate nella valutazione approfondita del 2014, mantenendo in media lo stesso livello di capitale
- i principali fattori alla base delle differenze fra i risultati delle prove di stress nello scenario di base e in quello avverso sono stati: maggiori perdite su crediti, diminuzione del reddito netto da interessi e maggiori perdite da rivalutazione delle posizioni esposte al rischio di mercato

•le banche con un merito di credito più basso e quote più elevate di NPL evidenziano in media una performance peggiore in termini di impatto, sia sulle perdite su crediti sia sul reddito netto da interessi, ciò sottolinea l'importanza di risolvere la questione degli elevati volumi di crediti deteriorati.

Un team formato da circa 250 esperti della BCE e delle ANC/BCN ha sottoposto i risultati delle prove di stress, così come calcolati dalle banche, a un rigoroso controllo di qualità per il quale ci si è avvalsi delle conoscenze sulle singole banche maturate dai gruppi di vigilanza congiunti, di analisi comparative inter pares, delle elaborazioni “top-down” della BCE e dell’esperienza delle ANC.

L'ABE ha pubblicato i risultati delle prove di stress sul proprio sito Internet.

https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eba_it Figura 17



Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza, 2016

Nel 2016 la metodologia SREP per valutare la governance e la gestione dei rischi è stata migliorata sulla base dell'indagine tematica approfondita che i GVC hanno condotto nel 2015 sugli assetti di governo dei rischi e della propensione al rischio. Nel 2016 la vigilanza bancaria della BCE ha elaborato una metodologia di valutazione prudenziale. Tale metodologia tiene in conto dell'evoluzione del quadro regolamentare, delle migliori prassi emergenti e delle problematiche di attuazione, sulla base di discussioni intercorse con professionisti (enti, revisori contabili, consulenti). Il regolamento sull'MVU attribuisce alla BCE la responsabilità di assicurare un funzionamento efficace e coerente dell'MVU e le conferisce, pertanto, una funzione di supervisione; le ANC invece mantengono la responsabilità primaria dell'attività di vigilanza sugli enti creditizi meno significativi (LSI). Nel rispetto dell'obiettivo generale di questa funzione (ossia garantire che elevati standard di vigilanza siano applicati in modo omogeneo in tutta l'area dell'euro), la vigilanza bancaria della BCE ha collaborato con le ANC al fine di elaborare un assetto operativo per la vigilanza indiretta sugli enti meno significativi. Nel 2016 la BCE, unitamente alle ANC, ha compiuto ulteriori progressi nell'elaborazione di una metodologia comune per il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP) per gli enti meno significativi, che andrò a spiegare più avanti la classificazione di enti significativi e meno significativi. Poiché lo SREP è lo strumento principale della vigilanza bancaria, la sua armonizzazione rappresenta un passo importante verso la

promozione della convergenza nell'attività di vigilanza sugli enti meno significativi. Il progetto è stato avviato nel 2015 e il lavoro iniziato nel 2016 si è focalizzato sulla quantificazione dei fabbisogni di capitale e liquidità, esso sarà testato nel 2017, allo scopo di definire un sistema SREP comune da applicare a un primo insieme di enti meno significativi a partire dal 2018.

6.2 Gli enti vigilati

La Bce esercita una vigilanza diretta e indiretta. La vigilanza diretta riguarda la supervisione della Bce sulle banche più grandi, la cui attività può comportare un rischio maggiore per la stabilità del sistema finanziario europeo (banche per l'appunto considerate "più significative" dal punto di vista sistemico). La vigilanza sulle banche più piccole ("meno significative") continua ad essere esercitata direttamente dai supervisori nazionali, che però agiscono secondo le istruzioni, gli orientamenti e le linee guida della Banca Centrale Europea: ecco perché si parla, appunto, di vigilanza indiretta (o decentralizzata) della Bce.

In realtà, la distinzione tra banche "significative" e "meno significative" non emerge esplicitamente dalla disciplina del Reg. 1024/2013. L'articolo 6 elenca i criteri per cui "un ente creditizio o società di partecipazione finanziaria o società di partecipazione finanziaria mista non sono considerati meno significativi", che se soddisfatti, innescano la vigilanza diretta della Bce. È sufficiente che uno solo dei criteri in parola sia soddisfatto, affinché l'ente creditizio "non possa essere considerato meno significativo" (sarà quindi significativo) e pertanto soggetto alla vigilanza diretta della Bce.

Il primo criterio riguarda le *dimensioni* dell'ente e ha un carattere quantitativo. Una banca è considerata "significativa" se a) il suo attivo supera i 30 miliardi di

euro, **b)** se il rapporto tra l'attivo e il PIL dello Stato membro in cui è stabilita supera il 20%, e sempre che il valore dell'attivo non sia inferiore a 5 miliardi.

Il secondo criterio riguarda l'importanza che l'istituto di credito ha per l'economia dell'Unione o di un qualsiasi Stato membro partecipante. È previsto che se un supervisore nazionale considera una banca significativa per l'economia nazionale informa la Bce; se quest'ultima confermerà la valutazione effettuata a livello nazionale, l'ente creditizio sarà assoggettato alla vigilanza diretta della Bce.

Il terzo criterio dà importanza alle attività cross border di una banca. Non rileva quindi la dimensione dell'ente, quanto piuttosto il fatto che esso operi in più Stati membri attraverso società giuridicamente distinte che controlla. In questi casi, una vigilanza accentrata è più efficace di una vigilanza esercitata a livello nazionale. Ecco perché, se la Bce ritiene che la parte delle attività o delle passività iscritte nel bilancio svolte in uno Stato membro diverso da quello in cui ha sede la società capogruppo ("attività transfrontaliere") rappresenti una quota significativa delle attività o passività totali del gruppo, allora quest'ultimo è considerato significativo e pertanto soggetto alla vigilanza diretta della Banca Centrale Europea.

Il quarto criterio assoggetta alla vigilanza diretta della Bce le banche che abbiano richiesto o ricevuto assistenza finanziaria dal Meccanismo Europeo di

Stabilità (MES). Ciò perché se vengono utilizzati soldi pubblici per evitare che la crisi di un intermediario finanziario possa produrre instabilità nel sistema finanziario europeo, di conseguenza la vigilanza su detto ente va accentrata presso una istituzione europea. Emerge che la significatività è importante perché serve a delineare la distribuzione di competenze tra la Bce e le autorità nazionali. Tuttavia, è anche vero che vengono inclusi nella vigilanza diretta della Bce anche istituti di credito che non sono significativi dal punto di vista sistemico. Infatti, il quinto criterio prevede che la Bce assolva i compiti di vigilanza nei confronti dei tre enti creditizi più significativi in ciascun Stato membro partecipante. In tal modo, la Bce controlla la quota più importante del sistema bancario di ogni Stato membro, a prescindere che gli intermediari in parola abbiano una significatività di carattere “sistemico”. La BCE esercitò la vigilanza diretta su 117 banche significative dei paesi partecipanti, che detengono quasi l’82% degli attivi bancari nell’area dell’euro. Per stabilire se una banca è da ritenersi significativa si applica una serie di criteri di valutazione.

Conformemente con il regolamento sull’MVU, la pianificazione e l’esecuzione dei compiti conferiti alla BCE sono svolte integralmente dal Consiglio di vigilanza, costituito come organo interno della BCE. Il Consiglio di vigilanza propone progetti di decisione in materia di vigilanza che si considerano adottati salvo il caso in cui il Consiglio direttivo, in qualità di organo decisionale di ultima

istanza della BCE, vi obietti entro un determinato periodo di tempo. L'istituzione del Consiglio di vigilanza, compresa la nomina del presidente, del vicepresidente e di tre rappresentanti della BCE a cavallo fra il 2013 e il 2014, ha quindi costituito una tappa fondamentale della creazione delle strutture di governance dell'MVU. Il Consiglio di vigilanza è operativo da gennaio 2014 e si riunisce periodicamente per dibattere e predisporre le decisioni sulle questioni fondamentali relative all'MVU. L'istituzione del Comitato direttivo del Consiglio di vigilanza, nonché della Commissione amministrativa del riesame e del Gruppo di mediazione dell'MVU ha costituito un'ulteriore importante tappa verso il completamento dell'assetto di governance dell'MVU. La Commissione amministrativa del riesame ha il mandato di rivedere le decisioni di vigilanza laddove una richiesta in tal senso sia presentata da una persona fisica o giuridica. Il Gruppo di mediazione, invece, ha il compito di comporre, ove richiesto da un'ANC, le divergenze di parere riguardo a un'obiezione del Consiglio direttivo a un progetto di decisione elaborato dal Consiglio di vigilanza. Per maggiori informazioni sulle misure adottate per assicurare la separazione fra la funzione di politica monetaria e quella di vigilanza della BCE, Riforme strutturali del settore bancario: evitare che le banche svolgano direttamente attività di negoziazione in proprio ad alto rischio.

Il progetto dell'unione bancaria sarà integrato dalla riforma strutturale del settore bancario dell'UE. Il 29 gennaio 2014 la Commissione europea ha adottato una proposta legislativa riguardante le banche europee designate come banche di rilevanza sistemica globale e quelle che superano determinate soglie di rilevanza. La proposta prevede il divieto della negoziazione in proprio in stretto senso, ad eccezione delle operazioni su strumenti finanziari emessi dalle amministrazioni pubbliche dell'UE e delle attività di gestione della liquidità. Essa propone inoltre la possibilità di separare certe attività di negoziazione, in particolare quelle di market-making, le cartolarizzazioni complesse e la negoziazione di derivati complessi, laddove vengano superati determinati indicatori. Il parere della BCE in materia è generalmente favorevole alla proposta della Commissione di proibire la negoziazione in proprio allo scopo di evitare che in futuro le banche svolgano direttamente attività altamente rischiose di negoziazione in proprio. Dal punto di vista della stabilità finanziaria, favorisce parimenti la separazione di determinate attività di negoziazione dall'ente raccoglitore di depositi. In conclusione di questo capitolo sulla vigilanza bancaria e verso una unione bancaria, si apre una nuova era in Europa, l'ABE e la Commissione si occupano della redazione delle regole, mentre alla Bce sono stati attribuiti compiti di vigilanza prudenziale nell'ambito del Meccanismo unico di vigilanza.

Quindi la Bce ha il potere di prendere decisioni, emanare linee guida e orientamenti, ma sempre nel rispetto del diritto dell'Unione e, in particolare, delle norme vincolanti adottate dalla Commissione su proposta dell'Autorità Bancaria Europea. Limitatamente all'organizzazione dei compiti di vigilanza attribuitile, la Bce ha anche un potere regolamentare che ha esercitato per l'adozione del Regolamento n. 468/2014 (Regolamento quadro sul Mvu) sulle modalità di cooperazione tra la Bce e le Anc nell'ambito del Meccanismo. Il Regolamento non attribuisce alla Bce un pieno potere regolamentare, confermando quindi la separazione tra le attività di vigilanza e i compiti di regolamentazione. La BCE coopera strettamente con l'ABE, con l'AESFEM, con l'AEAP e con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) nonché con le altre autorità che fanno parte del SEVIF che garantiscono un livello adeguato di regolamentazione e di vigilanza nell'Unione.

In conclusione, la Banca centrale europea è responsabile della vigilanza su tutte le banche situate negli Stati membri che adottano l'euro, e negli Stati membri che non adottano l'euro ma hanno aderito al Meccanismo tramite accordi di "stretta cooperazione. In tale compito, essa è affiancata dalle autorità nazionali. L'intera vigilanza si basa, pertanto, sulla cooperazione tra il livello sovranazionale e quello nazionale. In detto sistema, da alcuni per l'appunto definito "a due livelli", mentre la Banca centrale europea si occupa della

vigilanza sugli enti creditizi che, secondo i requisiti fissati dal regolamento, sono considerati “significativi” dal punto di vista sistemico, le autorità nazionali si occupano della vigilanza sulle banche “meno significative”. La vigilanza sugli enti significativi venga svolta mediante gruppi di vigilanza congiunti di cui fanno parte membri della Bce e della autorità nazionali. La vigilanza diretta che la Bce svolge sugli enti che sono considerati significativi viene quindi svolta con la collaborazione dei supervisori nazionali, che non solo per la lingua, ma anche grazie alla loro esperienza professionale e alla vicinanza con gli intermediari, sono in grado di fornire un considerevole supporto. Le autorità nazionali, dal canto loro, sono incaricate della vigilanza sugli enti creditizi meno significativi

Conclusioni

Quando il processo d'intermediazione finanziaria funziona correttamente, le decisioni di politica monetaria sono trasmesse attraverso i tassi di interesse ufficiali ai tassi del mercato monetario e quindi di conseguenza a quelli a più lungo termine. In assenza di variazioni di grandi entità dell'inflazione, i cambiamenti nei tassi nominali si riflettono sui tassi reali, influenzando le decisioni di consumo, risparmio e investimento.

La crisi finanziaria internazionale ha ormai seriamente compromesso questo meccanismo di trasmissione venendo a meno il suo ruolo centrale e il corretto funzionamento della politica monetaria.

È da mettere in luce come la BCE, al pari di altre banche centrali, quali Federal Reserve e le altre, ha dovuto pertanto fare ricorso a una serie di misure non convenzionali con politiche monetarie molto espansive, implicando sia l'immissione di enormi quantità di moneta nel sistema economico e finanziario, che interventi sui mercati obbligazionari. La conseguenza maggiore è il fatto che i bilanci delle stesse banche centrali si sono gonfiati a dismisura.

Come spiegato nei vari capitoli, per politiche non convenzionali si intende l'insieme di politiche urgenti e fuori dal comune attuate dalle autorità monetarie a seguito della crisi finanziaria del 2007. Esse sono sempre state ritenute come

uno strumento alternativo per offrire uno stimolo di politica monetaria una volta che il tasso d'interesse avesse raggiunto la soglia fino allora mai toccata dello zero%. È solo dopo che le Banche Centrali principali abbassano i tassi d'interesse nominali che intervengono con misure non convenzionali.

I testi concernenti risultati empiricamente fondati, iniziano oramai ad abbondare. I principali interventi messi a punto dalla Banca Centrale Europea, hanno avuto dei risultati considerevoli. Ad esempio il Securities Market Program (SMP) avviato nel 2010 in risposta alle difficoltà dei titoli di debito sovrani, si è rivelato efficace nell'evitare uno smisurato incremento dei differenziali dei tassi di interesse (Spread) contribuendo ad abbassare, anche se modo temporaneo, i premi al rischio dei titoli di stato colpiti dalla speculazione, e la volatilità di questo mercato. L'Outright Money Transaction, che ha sostituito l'SMP nel settembre 2012, prevede la possibilità di acquistare quantità illimitate di titoli di Stato ma non è stato ancora mai attivato. È riuscito però a mitigare le tensioni che si erano create, sia grazie all'efficacia comunicativa dell'annuncio, che alla mancanza di vincoli quantitativi sugli acquisti. Economisti come Dubec o Casigarighi, ritengono che gli spread sono calati anche di oltre 100 punti percentuali grazie a tale annuncio.

Anche l'impatto delle due Long Term Refinancing Operations (LTRO) a 3 anni di dicembre 2011 e febbraio 2012 hanno avuto un considerevole effetto evitando un deleveraging, ovvero quelle manovre legate alla riduzione del debito, del sistema bancario ancora più duro di quanto non lo è stato.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il mercato dei capitali, è molto più sviluppato dato che il sistema produttivo si approvvigiona di risorse finanziarie direttamente sul mercato, azionario ed obbligazionario, saltando l'intermediazione del sistema bancario. Proprio per questa differente caratteristica la Federal Reserve ha iniettato liquidità nel sistema economico nel mercato obbligazionario, comprando bond sovrani e obbligazioni cartolarizzate come i MBS attraverso principalmente le tre operazioni di Quantitative Easing.

Oramai si avvicina il problema delle "Exit Strategy", ovvero il percorso per tornare alla normalità monetaria. Sembra infatti intravedersi la necessità di un ritorno alla normalità per gli Stati Uniti, ovvero di un sistema che faccia a meno di un eccesso di moneta e tassi tendenti allo zero. Le diverse cure adottate implicano differenti modalità di uscita e di un ritorno alla normalità. La Fed potrà, infatti, immettere gradualmente minori quantità di liquidità, acquistando meno titoli, o non sostituendo quelli a scadenza, operazione che la nuova Governatrice americana del Tesoro Yellen ha appena intrapreso.

Se invece volesse ridurre la base monetaria, non dovrà far altro che vendere i titoli posseduti sul mercato secondario.

L'area Euro appare, invece, più indietro verso la strada della normalizzazione monetaria. L'exit strategy della Bce, dovrebbe essere quella di ripercorrere a ritroso la strada intrapresa sino ad ora, passando pertanto attraverso il canale del credito bancario. Pertanto l'exit strategy inizierà ad avviarsi solo quando le banche ritorneranno ad avere una solidità patrimoniale, gli spread si attesteranno a livelli fisiologici e soprattutto quando il mercato creditizio europeo non sarà più frammentato. Un mercato non frammentato esiste quando una variazione del tasso della Bce ha lo stesso effetto espansivo o restrittivo in tutta l'unione monetaria europea. Spread e frammentazione verranno normalizzate probabilmente quando si riuscirà a creare una vera e propria unione bancaria europea. Quanto alla solidità delle banche europee, ancora si ritiene che siano troppo fragili. Per tale ragione Mario Draghi in molti suoi interventi ha dichiarato che i tassi europei rimarranno probabilmente molto bassi ancora a lungo.

A risentirne di più potrebbe essere proprio l'Eurozona: una svalutazione competitiva delle valute concorrenti potrebbe rallentare nuovamente la ripresa già debole del Pil europeo. Per difendersi da questa "guerra di valute" la Bce non può più abbassare i tassi, già ai minimi, ma non può giocare neanche ad armi pari con le altre Banche Centrali a causa dei vincoli istituzionali che le

vietano la possibilità di poter monetizzare i debiti pubblici o finanziare direttamente l'economia.

A risentirne maggiormente sono proprio i paesi più deboli dell'area euro, che non possono svalutare la propria valuta, e ritrovandosi con una moneta troppo forte rispetto a quella che avrebbero da soli.

Potrebbe avviarsi una nuova fase di crisi per l'eurozona, facendo ritornare in auge le fronde euroscettiche. Vedremo come Draghi e la Banca Centrale Europea si muoverà per placare tutte queste tensioni.

Relativamente al mercato delle valute, l'analisi empirica ci permette di affermare che il mercato euro/dollaro è molto utile da studiare circa le cause sottostanti che hanno mosso le aspettative degli investitori. In particolare, l'apprezzamento del dollaro, rispetto all'euro, dal 2014 in poi, è stato dato dalla maggior fiducia di crescita verso quella determinata area valutaria, rispetto all'altra. C'è da dire, però, che l'Europa, a differenza dell'America, non è riuscita ad aumentare le proprie esportazioni durante il deprezzamento dell'Euro, cosa che invece è riuscita a fare l'America incrementando i volumi del commercio internazionale.

La frammentazione del debito sovrano Europeo, del tessuto industriale e del sistema fiscale non rende possibile al momento un ritorno alla crescita economica e al rilancio del valore delle imprese. Si è osservato, infatti, che le

misure non convenzionali non sono riuscite a condurre una crescita di PIL e inflazione in misura significativa e continuata nel tempo, come invece è accaduto negli USA. I governi Europei devono agire in maniera coordinata ed efficace al fine di sostenere le politiche monetarie in atto: la BCE da sola, infatti, non può raggiungere il target inflattivo del 2%, se gli stati appartenenti all'unione non la sostengono con riforme strutturali di crescita e sviluppo. Il raggiungimento dell'obiettivo inflazionistico del 2% sembra quindi allontanarsi, ma non sembra essere irraggiungibile.

Nel corso di una conferenza stampa, la numero uno dell'Eurotower ha comunque voluto sottolineare che "il processo terminerà quando sarà terminato" e che le decisioni di politica monetaria nel 2020 resteranno "indipendenti" dalla revisione in corso. L'aspettativa è che si possa ridiscutere anche l'obiettivo di inflazione "vicino ma sotto il 2% nel medio periodo" in base alla quale ora opera la Bce. Ma sul punto, stimolata dalle domande dei giornalisti, Lagarde ha detto che non esprimerà le proprie preferenze per rispetto del lavoro del board e della revisione stessa.

Di fronte a questo scenario, la risposta monetaria è dunque confermata. Sulla base della consueta analisi economica e monetaria abbiamo deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento. Ci attendiamo che si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedremo le prospettive di inflazione

convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel nostro orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà coerentemente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo. Anche per quel che riguarda il piano di acquisto titoli, ci attendiamo che gli acquisti netti di attività per 20 miliardi di euro al mese proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei nostri tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizieremo a innalzare i tassi di riferimento.

Chiudo le conclusioni di questo lavoro svolto, citando questo annuncio della donna di ferro, ritengo che non abbia colpito solo a me: il 12 febbraio 2020 il numero uno dell'Eurotower, ha sottolineato che *"l'architettura della zona euro è incompleta*, e mette a rischio la sua capacità di usare appieno il potenziale per i cittadini" perciò bisogna completarla con ***"una piena Unione bancaria che comprenda lo schema comune di assicurazione dei depositi, una vera Unione del mercato dei capitali che convogli gli investimenti, e una funzione stabilizzatrice che difenda dagli shock"***.

Bibliografia e Sitografia

- BANCA CENTRALE EUROPEA, 2010. La risposta della BCE alla crisi finanziaria. Bollettino ottobre 2010; Disponibile su: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-bce/bol-bce-2010/boll_bce_10_10.pdf
- CORRIERE ECONOMIA, *Lehman Brothers dichiara il fallimento*, consultabile su: http://www.corriere.it/economia/08_settembre_15/lehman_brothers_banca_crisi_credito_Usa_b8805f84-82b3-11dd-9b8b00144f02aabc.shtml?refresh_ce-cp
- BANCA D'ITALIA, EUROSISTEMA, *Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine*, consultabile su <http://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/tltro/>
- BINI SMAGHI L., BANCA CENTRALE EUROPEA, EUROSISTEMA, *Crisi finanziaria: sfide e risposte*, consultabile su https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.html
- Rapporto annuale della BCE sulle attività di vigilanza , bollettino marzo 2016 <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/annualreport/html/ssm.ar2016.it.html>

- BANCA CENTRALE EUROPEA, 2017. La politica monetaria all'insegna di pazienza, costanza e prudenza. *Rapporto annuale*, p.42-54. Disponibile su: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-bce/2017-bce/ar2017.it>
- Banca d'Italia (2016), "*Le misure di politica monetaria adottate nel marzo 2016*", Bollettino Economico n.2
- Bernanke, B., Reinhart, V. R. and Sack, B. P. (2004), "*Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment*" Finance and Economics Discussion Series No. 2004-48.
- PRAET P., 2016. La politica monetaria della BCE: ritorno alla stabilità dei prezzi a medio termine, ossia un'inflazione inferiore ma prossima al 2%. *European Central Bank* [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160113.it.html> 20/05/2018
- BUFACCHI I., 2018. Bce verso la fine del Qe: ecco cosa accadrà dopo. Guida alle mosse che oggi annuncerà Draghi. *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-06-13/bce-la-fine-qe>

- BORSA ITALIANA, *Gli interventi della Banca Centrale durante la crisi*, consultabile su <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/politicamonetariaevitareale/europa/interventi-bce/inteventi-bce.htm>
- Borio, C., Disyatat, P. (2010), “Unconventional monetary policies”, The Manchester School, Wiley Online Library.
- Federal Reserve issues FOMC statement (2008-2018), “Monetary Policy”, Press Release
- VISCO I., BANCA DI ITALIA, *Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide*, consultabile su http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2018/Visco_16042018_trentennale_economia_torvergata.pdf
- Bce e Fed: differenze di obiettivi a cavallo dell'Atlantico. *Borsa Italiana* [online].
- Disponibile su: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/politicamonetari aevitareale/europa/bce-fedobiettivi-differenti/bce-fed-obiettivi-differenti.htm> 04/05/2018
- <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/publications/annual-report/html/ssm.ar2018~927cb99de4.it.html#toc6>
- Brescia Morra, C., La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa, in “Banca Impresa Società”, n. 1, 2015, pp. 73 ss.

Ringraziamenti

Desidero di ringraziare sinceramente il mio prof. Luca Papi, il mio amico

Mario Pepe per i consigli.

Ringrazio la mia famiglia, mia moglie Orgeta e miei due splendidi bimbi,

Savior e Mattia, i miei genitori, i miei fratelli .

*Ringrazio i colleghi/amici Mirko, Ervis, Sergio per il supporto, il Nonno
acquisito Epifanio*

e soprattutto le ragazze di G&G Com srl (Gloria, Giorgia, Giulia)

Shala Nuredin