



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**GLI INTERVENTI POST CRISI DELLA BCE: UN CONFRONTO
TRA LA CRISI FINANZIARIA E LA PANDEMIA DA COVID-19**

**ECB'S POST-CRISIS INTERVENTIONS: A COMPARISON BETWEEN THE
GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND COVID-19 PANDEMIC**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Federico Castracani

Anno Accademico 2019/2020

“Tempi avversi creano uomini forti. Uomini forti creano tempi tranquilli. Tempi tranquilli creano uomini deboli. Uomini deboli creano tempi avversi” G. Michael Hopf

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1 BCE – Presentazione e aspetti generali	7
1.1 Profili generali della BCE	7
1.2 Strumenti convenzionali di politica monetaria	8
Capitolo 2 Crisi 2008- aspetti generali ed espansione	15
2.1 Crisi mutui subprime	15
2.2 Proliferazione della crisi	17
Capitolo 3 Interventi BCE post crisi 2008	23
3.1 Misure non convenzionali adottate dalla BCE per far fronte alla crisi dei mutui subprime	23
Capitolo 4 Interventi BCE post crisi Covid-19	43
4.1 Misure straordinarie adottate dalla BCE in risposta al Covid-19	43
Conclusioni	63
Bibliografia	66
Sitografia	68

INTRODUZIONE

Questa tesi è volta ad evidenziare gli interventi attuati dalla Banca Centrale Europea (BCE) in seguito alle recenti crisi che hanno afflitto e che tutt'ora affliggono l'Europa. Verranno analizzate nello specifico le manovre di politica monetaria dell'ultimo decennio, cercando di fornire una panoramica dettagliata del percorso intrapreso dalla BCE e dei suoi risvolti economici.

La tesi si articola in cinque capitoli. Nel primo, viene introdotta la BCE ed esposte le sue linee generali di intervento (obiettivi e *modus operandi*); nel secondo, vengono descritti i motivi scatenanti la crisi del 2008 e la sua diffusione; nel terzo e quarto capitolo il focus viene posto sugli interventi straordinari adottati dalla BCE in seguito alle crisi dei mutui *subprime* e del Covid-19, al fine di perseguire il suo obiettivo primario e di stabilizzare l'economia dell'Eurozona; nell'ultimo capitolo si raffrontano le due differenti crisi e vengono tratte le dovute conclusioni.

Capitolo 1

BCE – PRESENTAZIONE E ASPETTI GENERALI

1.1 Profili generali della BCE

L'art. 127 del "Trattato sul funzionamento dell'Unione europea" assegna esplicitamente alla Banca Centrale Europea (BCE) il compito di mantenere la stabilità dei prezzi. Da intendersi in questo caso, come il mantenimento della variazione dell'Indice Armonizzato dei Prezzi a Consumo (IAPC), calcolato dall'Eurostat su un paniere di consumo medio di 700 beni e servizi, a livelli inferiori ma prossimi al 2% su un orizzonte di medio periodo. Subordinatamente a questo compito principale, la BCE può implementare misure per contribuire a sostenere le politiche di sviluppo comuni.

I motivi per cui la stabilità dei prezzi è ritenuta obiettivo fondamentale della politica monetaria dell'eurozona sono molteplici: grazie ad essa, infatti, è possibile conseguire una migliore allocazione delle risorse sul mercato, dato che le scelte di acquisto di beni e servizi degli individui non sono influenzate dall'effetto distorsivo dell'inflazione, ma sono suggerite dal confronto dei prezzi relativi. Aspettative stabili dei livelli d'inflazione influiscono anche sull'allocazione delle risorse nel mercato dei capitali, dove l'incertezza sul livello futuro dei prezzi aumenta il premio per il rischio richiesto sui tassi nominali a lungo termine, minando in questo modo l'efficienza allocativa in tali mercati. Elevati tassi dovuti al premio richiesto per compensare l'effetto di un'eventuale

inflazione rappresenterebbero un ostacolo agli investimenti da parte delle imprese, minando il funzionamento dell'intero sistema economico. Tassi alti hanno anche effetto sulla domanda di moneta, che, conseguentemente all'aumento del costo opportunità della detenzione di denaro "liquido" rispetto ad investimenti alternativi, ne riduce la richiesta.

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

In base all'articolo 127, paragrafo 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, i compiti fondamentali da assolvere tramite l'Eurosistema sono:

- definire e attuare la politica monetaria per l'area dell'euro;
- svolgere le operazioni sui cambi;
- detenere e gestire le riserve ufficiali dei paesi dell'area dell'euro (gestione di portafoglio);
- promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

1.2 Strumenti convenzionali di politica monetaria

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

La BCE si serve di tre strumenti per raggiungere il suo obiettivo principale di stabilità dei prezzi: le operazioni di mercato aperto (OMA), le operazioni su iniziativa delle controparti (*Standing facilities*) e il regime di riserva obbligatoria (ROB) imposta agli enti creditizi.

Le operazioni di mercato aperto sono transazioni effettuate tra la Banca Centrale e le banche commerciali con lo scopo di regolare la quantità di moneta in circolazione. L'acquisto o la vendita di titoli di Stato rappresenta un importante canale con cui la BCE assolve al proprio compito istituzionale di determinare le condizioni di liquidità sul mercato finanziario, regolando la quantità di moneta in circolazione, e di segnalare l'orientamento della politica monetaria. Per limitare il rischio di controparte, tutte le operazioni sono collateralizzate, prevedendo il conferimento da parte delle banche di titoli in garanzia alla BCE per tutta la durata dell'operazione. La liquidità viene accreditata nei conti gestione delle banche in seguito all'aggiudicazione attraverso un'asta e contestualmente viene consegnato il *collateral*. Alla scadenza, i titoli portati come *collateral* tornano nella disponibilità delle banche e la liquidità viene restituita con relativo addebito nei conti di gestione. Al valore dei titoli, poi, si applica l'*haircut*, ovvero un taglio pari ad una certa % che tiene conto della rischiosità del titolo; la liquidità ottenibile attraverso un determinato titolo a garanzia, dipende quindi negativamente dalla rischiosità di quest'ultimo.

Secondo l'operatività standard della BCE, le OMA si dividono in: Operazioni di

rifinanziamento principale (RP), le quali hanno cadenza e durata settimanale, avvengono attraverso aste standard nelle quali la BCE fissa il tasso minimo (tasso ufficiale di riferimento per la politica monetaria deciso su base mensile dal Consiglio Direttivo);

2) Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (RLT), che invece hanno cadenza mensile e durata di tre mesi, dove la BCE stabilisce la quantità offerta in asta, senza fissare il tasso di riferimento, e le banche si aggiudicano la liquidità ai tassi variabili da loro indicati. Il loro scopo è di rifinanziare il sistema a lungo termine senza influenzare l'assetto dei tassi d'interesse;

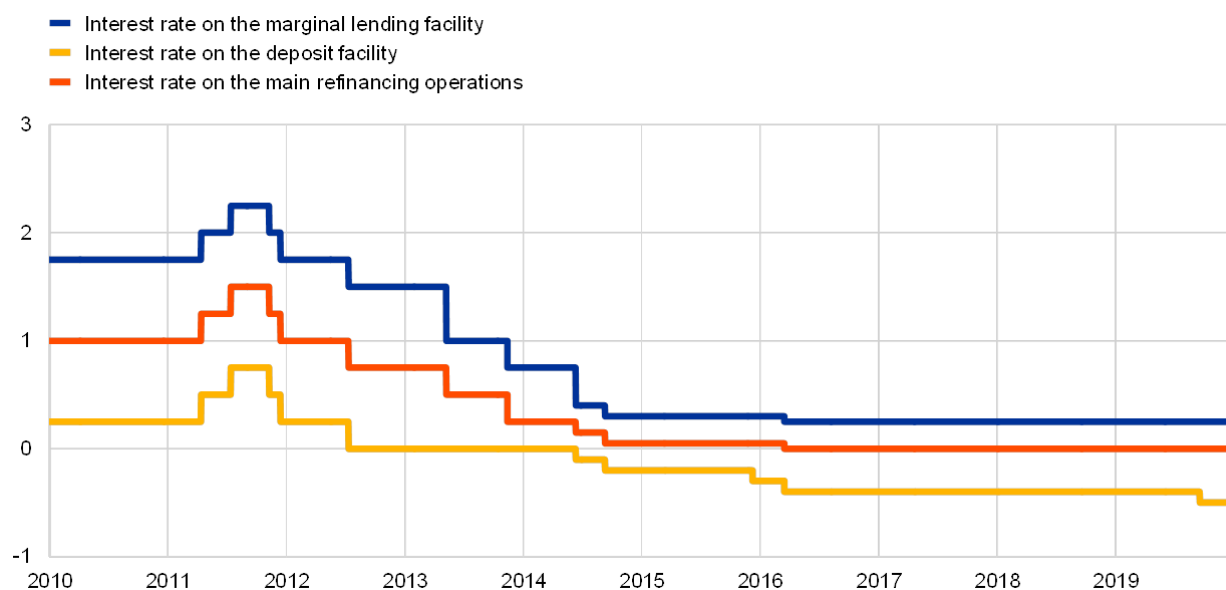
3) Operazioni di regolamento puntuale o *fine tuning* (FT), sono operazioni non programmate, in quanto il loro utilizzo serve a correggere fluttuazioni dei tassi d'interesse causate da oscillazioni non previste della liquidità sul mercato; sono prevalentemente eseguite come operazioni temporanee, ma possono anche assumere la forma di operazioni di swap in valuta o di raccolta di depositi a tempo determinato;

4) Operazioni strutturali (OS), non sono programmate e sono ideate per modificare la posizione dell'Eurosistema nei confronti del settore finanziario. Le operazioni di tipo strutturale sotto forma di operazioni temporanee e di emissione di certificati di debito sono effettuate dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) attraverso aste standard, mentre quelle di carattere definitivo, avvengono per mezzo di procedure bilaterali.

Le Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, sono finalizzate a gestire la liquidità di brevissimo termine delle banche e a controllare i tassi nel mercato interbancario; possono essere richieste dalle controparti che soddisfano determinate condizioni per l'accesso ai due tipi di *standing facilities*. Attraverso questo strumento la BCE crea il cosiddetto “corridoio dei tassi ufficiali *overnight*”, infatti le operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal lending facility*) forniscono liquidità alle controparti a un tasso stabilito dalla BCE normalmente più alto di quello di mercato per scoraggiare l'abuso da parte degli intermediari di questo strumento, che in condizioni normali, avviene senza limiti quantitativi; mentre le operazioni di deposito (*deposit facility*) permettono alle banche di mantenere depositi overnight remunerati dalla BCE a un tasso inferiore a quello di mercato, anche in questo caso viene offerto senza limiti quantitativi. Nessun intermediario ammesso alle operazioni avrebbe così convenienza ad approvvigionarsi di liquidità a tassi più alti o mantenere depositi a tassi più bassi di quelli offerti dalla banca centrale, in questo modo il tasso di mercato deve necessariamente oscillare tra il tasso “*ceiling*” e il tasso “*floor*” amministrati dalla BCE, come evidenziato nel grafico 1.1.²

Grafico 1.1 *Corridoio dei tassi ufficiali BCE (valori percentuali)*

² <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>



Fonte: sito BCE

La riserva obbligatoria rappresenta uno strumento di controllo amministrativo dell'attività bancaria, essa svolge la duplice funzione di garanzia a tutela dei depositanti, e di controllo del processo di creazione di moneta da parte della BCE. L'Eurosistema impone agli enti creditizi di detenere una percentuale delle proprie passività sotto forma di depositi presso la rispettiva BCN; l'osservanza degli obblighi di riserva è verificato sulla base delle riserve medie giornaliere detenute da un ente nel periodo di mantenimento (sei o sette settimane). La remunerazione della riserva obbligatoria è legata al tasso delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Attraverso questo meccanismo la BCE è capace di stabilizzare il tasso *overnight* senza effettuare interventi diretti, in quanto i cambiamenti di domanda e offerta che creano le banche durante il periodo di mantenimento, assicura la stabilizzazione del tasso. Il cambiamento dei tassi ufficiali ha come effetto diretto la variazione sia dei tassi d'interesse nel

mercato monetario, sia delle attese degli agenti: un aumento/diminuzione dei tassi d'interesse ufficiali genera un incremento/riduzione dei tassi nel mercato monetario, e dei tassi sui prestiti e depositi attuati dalle banche ai loro clienti. I tassi di interesse a lungo termine, invece, dipendono principalmente dalle aspettative degli operatori di mercato, e in maniera indiretta dalla credibilità del comportamento della Banca Centrale.

Capitolo 2

LA CRISI DEL 2008

2.1 Il mercato dei mutui *subprime*

Superata la crisi dovuta alla bolla speculativa delle “*dot com*”, le condizioni macroeconomiche del nuovo millennio apparivano, molto favorevoli, in quanto l’economia mondiale stava attraversando un momento di forte espansione. L’inflazione era moderata, la liquidità nei mercati dei capitali era abbondante e il settore finanziario offriva rendimenti notevoli, i prezzi delle attività aumentavano, la volatilità implicita nei mercati azionari, obbligazionari, del credito e dei cambi era molto contenuta in termini storici, infine, i premi al rischio erano eccezionalmente al di sotto dei livelli coerenti con i fondamentali. In questo contesto economico in apparenza favorevole, l’innovazione progrediva rapidamente nei mercati finanziari, e diventarono sempre più comuni nel mercato del credito le c.d. “cartolarizzazioni”: le banche “riconfezionavano” i prestiti, soprattutto i mutui ipotecari, per poi rivenderli, liberando così capitali da destinare a nuovi prestiti. Questo processo così innovativo, presentava diversi difetti nella sua ideazione e sviluppo, in quanto non fu coadiuvato da rigide forme di vigilanza e controllo del rischio, né da un tetto massimo per gli stessi mutui. Tale sistema era stato messo in campo per gestire, diluendolo, il rischio di credito che, ormai, era troppo elevato. Alcuni comparti dell’attività bancaria avevano cominciato a

dipendere in misura significativa dalle cartolarizzazioni e dai finanziamenti ottenuti sul mercato monetario non garantito.

Contestualmente, si stava aprendo però una falla: l'economia e il sistema finanziario mondiale stavano accumulando squilibri significativi su vari livelli. Si osservi la crescita eccessiva dei prezzi degli immobili e l'espansione dell'attività di cartolarizzazione, che aveva agevolato una crescita smisurata del credito.⁴ Un altro squilibrio importante risiedeva nel fatto che, mentre alcuni paesi (Giappone, Cina, Germania, i paesi esportatori di petrolio) risparmiavano in misura eccessiva, altri (Stati Uniti, Spagna, Europa orientale) si indebitavano per finanziare consumi e investimenti (connessi ad esempio alla costruzione di immobili commerciali e residenziali). Questi andamenti non erano sostenibili e sarebbe bastata una scintilla per innescare forti turbolenze nei mercati finanziari e nell'economia mondiale.⁵ Alla fine, la scintilla scoppiò nel mercato statunitense dei mutui ipotecari. L'aumento delle inadempienze e delle procedure esecutive immobiliari (*foreclosure*) aveva messo in luce le debolezze del mercato degli immobili residenziali e causato il brusco arresto del mercato dei mutui cosiddetti *subprime*. I mercati delle cartolarizzazioni si paralizzarono, le banche dovettero ritrasferire attività dalle società veicolo ai propri bilanci e iniziò a sgretolarsi la fiducia nei mercati finanziari. La crisi si estese rapidamente a tutto il settore finanziario e si

⁴ In quegli anni non vi erano limiti quali-quantitativi per l'erogazione di mutui, che venivano erogati senza sistemi di rating efficienti, a causa di molti conflitti di interesse tra banche e società di rating e una disciplina a maglie larghe

⁵ Bini Smaghi L. (2009), "La crisi finanziaria: sfide e risposte", Discorso all'Associazione Pianificatori Bancari, Firenze

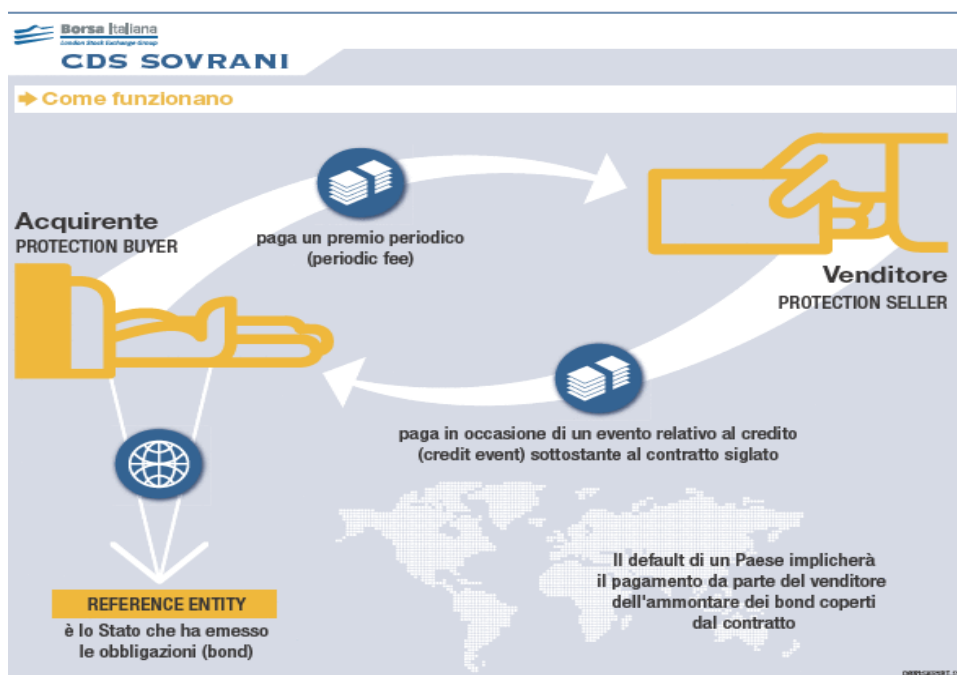
propagò ad altre economie industrializzate ed emergenti. Le banche centrali diventarono la prima linea di difesa, rispondendo all'insorgere della crisi con iniezioni di liquidità nel sistema finanziario. Quando la crisi di liquidità divenne una crisi di solvibilità che minacciava la stabilità finanziaria, i governi fecero inizialmente ricorso a piani di salvataggio tradizionali mirati a singole istituzioni: furono concesse linee di liquidità a favore di istituti insolventi, che in molti casi furono poi sottoposti a vendita e fusione con un partner che si presumeva più solido.

2.2 L'estensione della crisi

Nonostante queste misure, nell'autunno del 2008 il sistema finanziario si trovò sull'orlo del tracollo, dopo il fallimento di *Lehman Brothers* il 15 settembre. L'onda d'urto si propagò attraverso il sistema finanziario mondiale, soprattutto per l'importanza di *Lehman Brothers* come controparte nel mercato dei derivati di credito. Dagli Stati Uniti la crisi si diffuse a paesi che fino ad allora ne avevano scongiurato gli effetti peggiori. Perdite su esposizioni nei confronti di *Lehman Brothers* furono iscritte nei bilanci delle banche di tutto il mondo; mentre l'avversione al rischio e la diffidenza tra gli operatori finanziari causavano il prosciugamento dei mercati di raccolta, la fiducia dei depositanti veniva gravemente lesa dai timori circa la solvibilità delle istituzioni finanziarie.

La crisi, in rapido peggioramento, dilagò anche al di fuori delle istituzioni finanziarie. Le condizioni dei mercati interbancari e di altri mercati del finanziamento a breve termine si deteriorarono nettamente. I differenziali di rischio di credito raggiunsero nuovi massimi e le quotazioni azionarie registrarono un brusco calo. I mercati finanziari delle economie emergenti si trovarono sotto pressione poiché la fuga verso attività più sicure causò la fuoriuscita di capitali. I governi di tutto il mondo furono costretti ad agire con prontezza per evitare la completa o parziale paralisi dei rispettivi sistemi finanziari. Nel contesto dell'Unione Europea (UE), in seguito a un vertice di emergenza convocato a Parigi nell'ottobre 2008, i governi attuarono misure di sostegno coordinate per attenuare le pressioni sui sistemi bancari. Tali misure integravano le massicce iniezioni di liquidità effettuate dalla BCE a partire dall'estate del 2007 e prevedevano garanzie sulle passività bancarie, fra cui una più ampia copertura degli schemi di assicurazione sui depositi. I governi inoltre ricapitalizzarono le istituzioni finanziarie, in alcuni casi acquisirono addirittura la quota di maggioranza oppure diluirono il valore della quota degli azionisti. Inoltre protessero le istituzioni finanziarie dalle perdite sull'attivo, mediante operazioni di separazione patrimoniale (*ring-fencing*), garanzie statali, operazioni di *swap* e trasferimento delle cosiddette "attività tossiche" dai bilanci delle banche.

Grafico 2.1 Funzionamento dei *Credit Default Swap*



FONTE: <http://intermarketandmore.finanza.com/credit-default-swap-cds-un-esempio-concreto-37377.html>

Il grafico 2.1 spiega il funzionamento dei *Credit Default Swap*⁶ (CDS), uno dei principali strumenti derivati con cui molti istituti furono salvati, il quale si sostanzia di un contratto con il quale il detentore di un credito (*protection buyer*) si impegna a pagare una somma fissa periodica, in genere espressa in punti base rispetto a un capitale nozionale, a favore della controparte (*protection seller*) che, di converso, si assume il rischio di credito gravante su quella attività nel caso in cui si verifichi un evento di default futuro ed incerto (*credit event*).

La somma periodica che il creditore paga è in genere commisurata al rischio e alla probabilità di insolvenza del soggetto terzo debitore. L'aspetto fondamentale dei

⁶ <http://intermarketandmore.finanza.com/credit-default-swap-cds-un-esempio-concreto-37377.html>

CDS consiste nel fatto che sia il *protection buyer* che il *protection seller* possono anche non avere alcun rapporto di credito con il terzo soggetto, in quanto il contratto prescinde dalla presenza di quest'ultimo; il sottostante è unicamente il merito creditizio e non il vero e proprio credito. Questi interventi riuscirono ad evitare l'aggravarsi della crisi ed impedire il collasso dei sistemi finanziari. Senza dubbio, le misure di sostegno pubblico contribuirono a ridurre il rischio di insolvenza delle banche quale percepito dal mercato, che si rifletteva ad esempio nell'andamento dei premi sui CDS. Per qualche tempo, tuttavia, gli ampi differenziali dei mercati monetari interbancari e i premi elevati sui CDS delle banche, nonché il basso livello dei corsi delle azioni bancarie, rispecchiarono il perdurante pessimismo degli investitori nei confronti del settore bancario. Ciò nonostante, l'andamento positivo di tali indicatori registrato sulle due sponde dell'Atlantico da marzo 2009 fece denotare un cauto recupero del clima di fiducia del mercato; a questa evoluzione contribuì un miglioramento generalizzato della redditività delle banche, soprattutto per gli ingenti ricavi netti da interessi e la ripresa dei proventi dall'attività di negoziazione nel secondo trimestre dell'anno.⁷

Dalla fine del 2009, però, in un contesto di fragilità dovuta alla crescente recessione, emersero tensioni nel mercato dei debiti sovrani di alcuni paesi dell'area euro. Il clima di sfiducia si riflesse sia nelle debolezze di alcuni paesi membri, che generarono dubbi sulla sostenibilità dei debiti pubblici nazionali, sia

⁷ https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp091016_2.it.

nell'incompletezza dell'Unione economica e monetaria. Vennero così coinvolte inizialmente la Grecia, per la situazione dei suoi conti pubblici, poi l'Irlanda per lo scoppio della bolla immobiliare e per la conseguente crisi bancaria; infine, il Portogallo per i relativi squilibri macroeconomici. A Maggio 2010 la Grecia fece richiesta di aiuti internazionali; a novembre dello stesso anno e nell'aprile del 2011 seguono Irlanda e Portogallo.

In questo contesto denso di incertezza e fragilità istituzionale, il meccanismo di trasmissione monetaria fu compromesso soprattutto dalle tensioni scaturite all'interno del mercato dei debiti sovrani, rendendo quindi indispensabile l'intervento della BCE con politiche monetarie non convenzionali e con la ristrutturazione dell'Unione Bancaria e Monetaria Europea.

Capitolo 3

GLI INTERVENTI POST CRISI 2008

3.1 Misure non convenzionali per far fronte alla crisi dei mutui *subprime*

In una fase di crisi finanziaria ed economica, e soprattutto in presenza di una “trappola di liquidità”, il semplice taglio dei tassi diventa uno strumento inefficace se si vuole espandere la quantità di moneta in circolazione. Nel corso del 2009, la BCE adottò una serie di misure non standard e temporanee finalizzate principalmente al ripristino di un corretto funzionamento dei mercati interbancari, caratterizzati da problemi di solvibilità, mancanza di fiducia e dall'accaparramento di liquidità da parte degli agenti di mercato: i mercati soffrirono a causa di prelievi dovuti alla chiusura di posizioni aperte di molti operatori, così da rendere ancor più intenso l'impatto sull'economia reale degli stati membri. Durante questa fase, la BCE evidenziò nelle sue comunicazioni la netta distinzione tra le sue due funzioni principali ⁸:

- la gestione della liquidità (*liquidity provision*), con l'obiettivo di evitare che le protratte carenze di liquidità (*liquidity shortages*) determinino un'insolvibilità strutturale di una banca;
- il perseguimento della stabilità dei prezzi, scegliendo un adeguato orientamento di politica monetaria. ⁹

⁸ Per maggiori dettagli, si veda Čihák M., Harjes T., & Stavrev E. (2009)

⁹ Si veda a tal proposito José Manuel González-Páramo (2009) per la distinzione nell'operato della BCE tra una strategia che mira al perseguimento della stabilità dei prezzi (tramite la stabilità dei tassi di interesse) ed una basata sull'applicazione

Tuttavia, nel Maggio del 2009, lo scambio interbancario subì una battuta d'arresto e la BCE si impegnò a dare al mercato una nuova fornitura di liquidità introducendo così l'“*Enhanced credit support*”¹⁰, programma incentrato principalmente sulle banche, la fonte principale di credito dell'Eurozona, con l'obiettivo di migliorare e rafforzare il flusso del credito portandolo al di sopra dei risultati attesi di una convenzionale politica di riduzione dei tassi di interesse a breve termine. L'*Enhanced credit support* si basa su cinque pilastri fondamentali, di cui quattro già precedentemente implementati a settembre 2008:

- un'illimitata offerta di liquidità attraverso procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi (“*Fixed rate tenders with full allotment*” FRTFA);
- l'estensione della lista di garanzie collaterali disponibili per le operazioni di rifinanziamento (COLL);
- l'estensione della *maturity* di operazioni di rifinanziamento a lungo termine, allo scopo di ridurre l'incertezza collegata a tali operazioni e di migliorare le condizioni di liquidità del settore bancario;

del suo framework operativo al fine di assicurare un'efficace trasmissione delle sue decisioni di politica monetaria ai mercati reali

¹⁰ Per una descrizione maggiormente dettagliata dell'*enhanced credit support*, si rimanda al discorso di Jean-Claude Trichet, ex presidente della BCE, all'università di Monaco il 13 luglio 2009 e il *ECB Monthly Bulletin*, (2009)

- la concessione di liquidità sotto forma di valuta straniera tramite swap lines ¹¹ con altre banche centrali, allo scopo di rafforzare la raccolta di valute straniere da parte delle banche (FOR);
- un programma di acquisti definitivi di *covered bonds*, il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP1 tra luglio 2009 e giugno 2010, il CBPP2 tra novembre 2011 e 2012).

Tra il maggio 2010 e il settembre 2012, a seguito delle tensioni nei mercati dei titoli di Stato di alcuni Paesi europei, l'Eurosistema condusse un programma di acquisto sul mercato secondario di titoli di debito pubblici e privati dell'area dell'euro (*Securities Markets Programme*, SMP), al fine di garantire spessore e liquidità nei segmenti di mercato caratterizzati da gravi tensioni e ripristinare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Per non immettere liquidità aggiuntiva nel sistema bancario, gli acquisti effettuati nell'ambito del SMP vennero integralmente sterilizzati (fino a giugno 2014) attraverso operazioni di deposito a tempo determinato condotte con cadenza settimanale. Gli acquisti nell'ambito del SMP terminarono successivamente all'annuncio delle operazioni monetarie definitive (*Outright Monetary Transactions*, OMT) da parte della Banca Centrale Europea. Secondo questo programma, annunciato nell'agosto 2012 e finalizzato a mitigare le turbolenze riguardanti la crisi del debito sovrano europeo, nel momento in cui un governo

¹¹ Reti internazionali di banche centrali che stabiliscono una reciproca linea di credito per scambiare temporaneamente valute. Lo scopo dello scambio è quello di dare ad ogni banca la possibilità di trasferire simultaneamente e reciprocamente una quantità fissa di valute nell'intento di stabilizzare la propria moneta e di migliorare le condizioni di liquidità

richiede assistenza finanziaria alle istituzioni europee, la BCE avrebbe il potere di acquistare obbligazioni di emissione governativa con scadenza compresa tra uno e tre anni, a condizione che il paese di emissione dei bond si impegni a realizzare un programma specifico di misure strutturali nazionali concordato con le istituzioni europee (il principio della cosiddetta *conditionality*¹²).

L'obiettivo dichiarato del programma fu quello di salvaguardare “*an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy*”¹³ riducendo i rendimenti obbligazionari, soprattutto nel tratto di lungo termine della curva dei rendimenti, e quindi operando attraverso la diminuzione dei costi di indebitamento dei paesi e la concessione di maggiore fiducia agli investitori sui mercati dei titoli sovrani. L'OMT si sostanzialmente, quindi, in diverse manovre compiute dalla BCE, nell'ottemperamento degli obiettivi di spread richiesti dal mercato stesso, ed esse sono:

- l'attuazione del programma era subordinata all'accordo con l'EFSF/ESM ad un nuovo piano di “aggiustamento macroeconomico” o di un “programma precauzionale”;
- il Fondo Monetario Internazionale poteva partecipare alla costituzione del piano fra Stato richiedente e l'ESM e al monitoraggio dell'attuazione del piano stesso;

¹² Per ulteriori informazioni e approfondimenti a riguardo si veda *Statement by the Heads of State and Government of the Euro Area*, 25/03/2010.

¹³ ECB Press Release, 6 settembre 2012

- la BCE si riservava la possibilità di interrompere l'acquisto dei titoli nel caso che lo Stato richiedente decidesse di non rispettare il programma concordato con EFSF/ESM;
- il programma era ex-ante illimitato nella sua portata e acquista titoli di debito pubblico, sul mercato secondario con *maturity* compresa fra 1 e 3 anni;
- la BCE, nell'acquisto di questi titoli di debito, avrebbe accettato lo stesso grado di "gerarchia di risarcimento" degli altri obbligazionisti;
- il programma sarebbe stato completamente sterilizzato;
- con lo scopo di essere più trasparente possibile, la BCE avrebbe pubblicato settimanalmente la quantità di titoli acquisiti e il loro valore di mercato, e mensilmente la *duration* finanziaria media e un'analisi dettagliata per singolo Stato richiedente.¹⁴

Nel Luglio 2013 Mario Draghi annunciò inoltre, che il Consiglio Direttivo della BCE aveva "preso la decisione senza precedenti di fornire "*forward guidance*"¹⁵ in maniera più specifica rispetto a quanto abbia fatto in passato". Questo potente e intangibile strumento di politica monetaria, permeerà costantemente l'operato

¹⁴ ECB Press Release, 6 settembre 2012.

¹⁵ https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-forward_guidance.it.html

della BCE nel corso degli anni a venire. Si tratta, come delucidato nel grafico 3.1, di una strategia di comunicazione pubblica, che rientra nell'arsenale degli strumenti definiti "non convenzionali", la cui utilità si rivela soprattutto in quelle situazioni economiche definite di trappola della liquidità, in cui gli spazi di manovra "classici" sui tassi di interesse sono estremamente ridotti a causa dal fatto che i tassi nominali a breve termine siano vicini allo zero. Sono informazioni che la banca centrale può fornire riguardo alle sue future intenzioni per quanto concerne la politica monetaria, in base alla valutazione delle prospettive per la stabilità dei prezzi.

Grafico 3.1 Forward guidance

An example of how forward guidance works



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

Coerentemente con il suo mandato, il Consiglio direttivo della BCE ridusse a più riprese i tassi ufficiali portando quello sulle operazioni di rifinanziamento in prossimità dello zero e il tasso applicato ai depositi delle banche presso l'Eurosistema (*deposit facility*) su valori negativi. Applicò inoltre la riduzione del coefficiente ROB dal 2% al 1% ed estese il suo periodo di mantenimento da quattro settimane a sei settimane. Nel giugno 2014 il Consiglio annunciò l'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO), all'interno delle quali l'ammontare dei finanziamenti ottenibili dalle banche ed il tasso applicato furono determinati in funzione dei loro prestiti a società non finanziarie e famiglie (ad esclusione dei mutui). La prima serie di TLTRO era formata da otto operazioni con cadenza trimestrale e decorrenza settembre 2014, per concludersi quattro anni dopo. Le banche hanno potuto richiedere finanziamenti sino ad un massimo del 7% dei loro prestiti ammissibili. Una seconda serie di TLTRO annunciata nel Marzo 2016 e composta da quattro operazioni con cadenza trimestrale a durata quadriennale prese avvio nel mese di Giugno 2016. In questa seconda tranche le banche poterono richiedere liquidità sino al 30% dei loro prestiti ammissibili. Il saggio di interesse fu determinato di pari misura al tasso applicato alle Operazioni di Rifinanziamento Principale (ORP) in vigore al momento dell'erogazione.

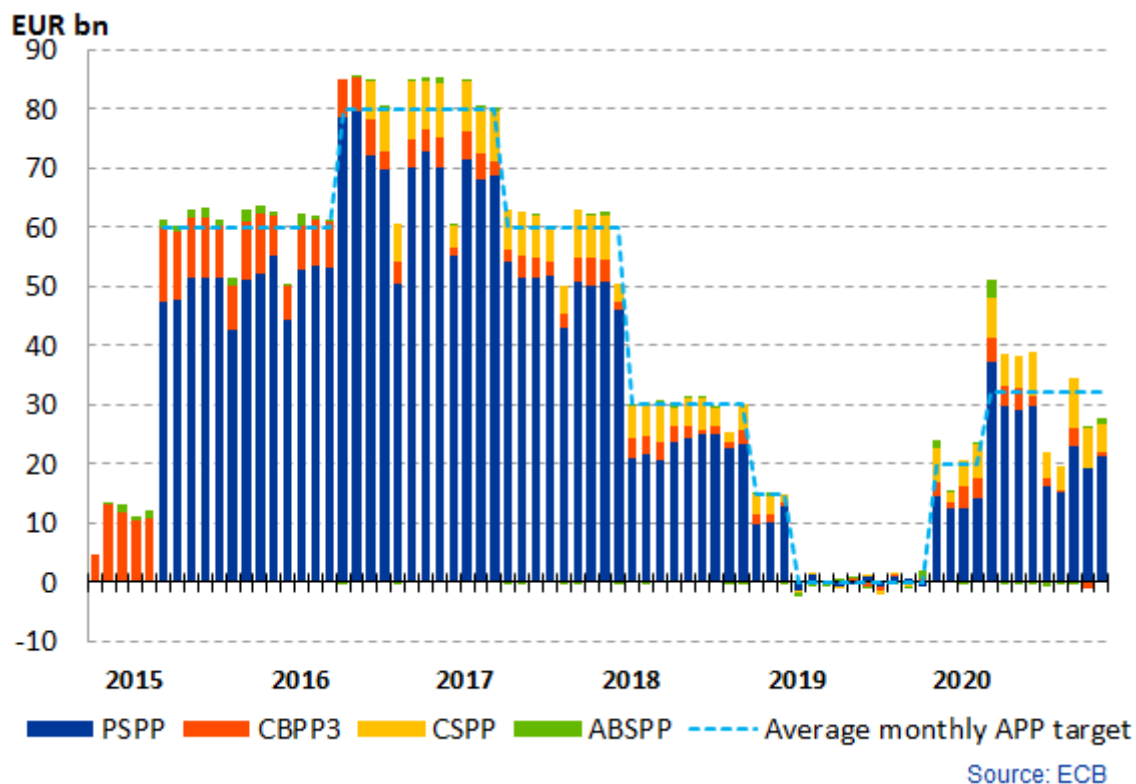
Il Consiglio ritenne insufficiente lo stimolo monetario conseguito mediante le misure di politica monetaria adottate finora, benché queste contribuirono a ridurre significativamente i costi di indebitamento del settore privato, e in particolare i tassi attivi praticati dalle banche alle imprese. L'ammontare complessivo di liquidità immessa nel circuito economico fu inferiore alle attese iniziali e non diede luogo a un'espansione della dimensione del bilancio dell'Eurosistema sufficiente per riportare l'inflazione in linea con il valore obiettivo. Le aspettative di inflazione continuarono a segnalare un ritorno su valori prossimi al 2% soltanto su orizzonti molto lunghi. Per dare un maggiore stimolo in aggiunta alle misure già apportate, venne introdotto un programma di acquisto titoli, pubblici e privati, denominato *Asset Purchase Programme* (APP), comprendente quattro programmi differenti, riportati nel grafico 3.2, dalle dimensioni complessive di 60 miliardi di euro al mese (stima in seguito rivista in base alle dinamiche del momento) e annunciando che il programma sarebbe proseguito fino a quando l'andamento dell'inflazione nell'area dell'euro non sarebbe risultata coerente con l'obiettivo di politica monetaria: ¹⁶

- il terzo *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3, dal 20 ottobre 2014), per l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite;

¹⁶ Fonte: Sito BCE, Bollettino economico n.2 (2015) e Bollettino economico n. 2 (2016)

- l'*Asset-Backed Securities Purchase Programme* (ABSPP, dal 21 novembre 2014), per l'acquisto di titoli emessi in seguito alla cartolarizzazione di prestiti bancari;
- il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP, dal 9 marzo 2015), per l'acquisto di titoli emessi da governi, da agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'eurozona;
- il *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP, dall'8 giugno 2016), per l'acquisto di titoli obbligazionari, e da marzo 2020, commercial paper emessi da società non finanziarie dei paesi dell'area dell'euro.

Grafico 3.2 distribuzione dell'Asset Purchase Programme



Fonte: sito BCE <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

Il grafico 3.2 è utile per analizzare la composizione netta mensile di ogni strumento adottato nell'ambito dell'APP. In particolare, si può notare come il PSPP sia la componente più rilevante dal punto di vista quantitativo, ricopre infatti circa l'80% del totale degli acquisti di attività. Per quanto concerne il CBPP3, esso ammonta circa al 10% del totale degli acquisti mensili dal 2015 ad oggi, con una riduzione progressiva dalla metà del 2016, per poi riprendere a regime, come gli altri programmi, da novembre 2019. Il CSPP, invece, venne introdotto da giugno 2016 fino a tutto il 2018, per poi riprendere a novembre 2019

e ricopre circa 8,5% del totale del programma di acquisti. Infine, l'ABSPP, internalizzato completamente dalla BCE e messo in atto attraverso interventi temporanei e caratterizzati da volumi minori rispetto alle altre operazioni a causa della ripartizione dei rischi tra le Banche Centrali, ricopre circa l'1% del volume totale. In generale ogni operazione, a partire dal 2017, è stata ridotta progressivamente per terminare a dicembre 2018. Tra gennaio e ottobre 2019 l'Eurosistema ha poi reinvestito integralmente i pagamenti principali dei titoli in scadenza detenuti nei portafogli APP. Il Consiglio direttivo mirava a mantenere l'entità dei suoi acquisti netti cumulativi nell'ambito di ciascun programma costitutivo dell'APP ai rispettivi livelli di fine dicembre 2018, ma come vedremo in seguito, alla fine del 2019, i rischi al ribasso e l'obiettivo inflazionistico ancora lontano dallo standard prefissato, non lasciarono altra scelta all'infuori della ripresa del programma di acquisto titoli.

L'APP ha effetti diretti sui rendimenti di mercato dei titoli pubblici e privati. Infatti, favorendo lo spostamento verso il basso dei rendimenti di mercato, che si muovono in maniera inversa rispetto ai prezzi delle attività finanziarie, esso produce un miglioramento delle condizioni di offerta del credito e stimola gli investimenti. La liquidità aggiuntiva spinge gli investitori a riequilibrare il proprio portafoglio verso attività finanziarie più redditizie, trasmettendo l'impulso monetario ai diversi strumenti di finanziamento del settore privato. La riduzione dei tassi di interesse, favorisce il deprezzamento dell'euro, fornendo un ulteriore

stimolo all'attività economica. In ultima analisi le politiche di alleggerimento quantitativo hanno sicuramente avuto un effetto distensivo sui mercati, sia a livello di maggior liquidità, sia perché hanno ristabilito la fiducia verso alcuni mercati obbligazionari, con una conseguente riduzione degli interessi pagati dai governi sul debito pubblico. I programmi di acquisto, condotti con le controparti di politica monetaria o con quelle delle attività d'investimento, vengono attuati secondo criteri definiti sulla base dei principi di decentramento e di specializzazione e sono soggetti a diversi schemi di ripartizione dei rischi mitigati da criteri di idoneità dettagliati che in parte coincidono con quelli previsti per le attività accettate a garanzia per le operazioni di credito dell'Eurosistema. Per tutti i titoli acquistati nell'ambito del CBPP3 vige il principio della condivisione dei rischi tra le banche centrali dell'Eurosistema in base alla propria quota di partecipazione al capitale della BCE. Il programma di acquisto di cartolarizzazioni (ABSPP), inizialmente avviato affidando l'attività di negoziazione a società di gestione esterne, è stato poi completamente internalizzato. Per i titoli acquistati nell'ambito dell'ABSPP si applica il principio della condivisione dei rischi tra le banche centrali nazionali in base alla propria quota capitale. Per quanto concerne il PSPP invece, per il 20% degli acquisti vige il principio della condivisione dei rischi tra le banche centrali nazionali dell'Eurosistema in base alla propria quota capitale, per il restante 80% dei titoli, invece, è la banca centrale nazionale che ha effettuato gli acquisti a doversene fare

carico, iscrividoli a bilancio. Per il CSPP, sono sei le BCN (tra cui la Banca d'Italia) incaricate di acquistare sul mercato primario e secondario, titoli emessi da società private non bancarie situate nell'area euro.¹⁸

Tabella 3.1 Caratteristiche distributive dell'APP tra BCE e BC

¹⁸ <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/titoli-pubblici/tavola-caratteristiche-programmi-acquisto.pdf>

Programma	Anno di avvio del programma	Tipologia di titoli acquistati	Modalità di acquisto	Ripartizione dei redditi	Condivisione dei rischi*	Ammontare acquistato	Criterio di valutazione	
CBPP3	2014	Obbligazioni bancarie garantite	Acquistati dalle BCN e dalla BCE	I redditi effettivi conseguiti sono ripartiti tra le BCN dell'Eurosistema in base alla rispettiva chiave capitale	I rischi sono condivisi	60 miliardi al mese da marzo 2015 a marzo 2016, 80 miliardi al mese fino a marzo 2017, 60 miliardi al mese fino a dicembre 2017, 30 miliardi fino a settembre 2018, 15 miliardi fino a fine 2018; da gennaio 2019 a ottobre 2019 gli acquisti netti sono stati interrotti e sono interamente stati rinnovati gli ammontari in scadenza; 20 miliardi al mese da novembre 2019; da marzo 2020 fino alla fine del 2020 ulteriori 120 miliardi e nuovo programma PEPP per 1.850 miliardi fino alla fine di marzo 2022.	Costo ammortizzato soggetto a riduzione in caso di perdite durevoli di valore	
ABSPP	2014	Asset-backed securities	Acquistati da alcune BCN che agiscono in qualità di asset managers per conto della BCE	I redditi confluiscono nel conto economico della BCE e concorrono alla formazione dell'utile distribuibile alle BCN	I rischi sono condivisi			
PSPP	2015	Titoli di Stato, titoli emessi da amministrazioni regionali e locali e da agenzie riconosciute	80 %	Acquistati dalle BCN in proporzione alla rispettiva chiave capitale	I redditi vengono ripartiti in base al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale pro tempore vigente; la differenza tra quest'ultimo ed il rendimento effettivo rimane a carico delle singole BCN			I rischi non sono condivisi
			10 %	Acquistati dalla BCE	I redditi confluiscono nel conto economico della BCE e concorrono alla formazione dell'utile distribuibile alle BCN			I rischi sono condivisi
			10 %	Acquistati da alcune BCN	I redditi effettivi conseguiti sono ripartiti tra le BCN dell'Eurosistema in base alla rispettiva chiave capitale			I rischi sono condivisi
CSPP	2016	Titoli di qualità elevata emessi da società non bancarie	Acquistati da alcune BCN	I redditi effettivi conseguiti sono ripartiti tra le BCN dell'Eurosistema in base alla rispettiva chiave capitale	I rischi sono condivisi			

Nella Tabella 3.1 è possibile distinguere, in modo dettagliato, le percentuali di partecipazione delle BCN e della BCE relativamente alle diverse configurazioni di titoli per ogni programma di acquisto. Notiamo come il SEBC si sia effettivamente impegnato a diversificare i rischi connessi alle attività sottostanti i titoli, attraverso la ripartizione proporzionale dell'ammontare acquisito in funzione della tipologia di titolo in questione.

In un contesto caratterizzato da un indebolimento dell'economia dell'area dell'euro, da rischi al ribasso più persistenti e da prospettive dell'inflazione ancora non in linea con l'obiettivo di medio termine, nel corso del 2019 il Consiglio direttivo della BCE ha adottato tre serie successive di interventi monetari.

La prima serie di misure era finalizzata a mantenere un ampio grado di accomodamento monetario a fronte di fattori esterni avversi, le informazioni reperite agli inizi del 2019 continuavano ad evidenziare un andamento più debole del previsto a causa della diminuzione della domanda esterna e di fattori legati a specifici paesi e settori, indicando una dinamica della crescita meno vigorosa rispetto a quanto atteso in precedenza. Al tempo stesso si registrava una considerevole incertezza in relazione alla natura, transitoria o durevole, dei fattori alla base del rallentamento della crescita dell'area dell'euro e quindi alla misura in cui tale rallentamento nel breve termine avrebbe inciso sulle prospettive di

espansione a medio termine. In occasione della riunione di marzo, si decise di estendere l'orizzonte temporale delle indicazioni prospettiche sui tassi di riferimento, comunicando la sua intenzione di mantenere invariati i tassi di riferimento della BCE almeno fino alla fine del 2019 e in ogni caso finché necessario per assicurare che l'inflazione continuasse stabilmente a convergere su valori in linea con il suo obiettivo di medio termine. In secondo luogo, ribadì l'intento di continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza acquistati nel quadro del programma di acquisto di attività (APP) per un prolungato periodo di tempo successivo alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE. Oltre al nuovo orientamento sui tassi di riferimento, annunciò una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine trimestrali (TLTRO 3) con scadenza a due anni, il cui inizio e termine furono rispettivamente fissati per settembre 2019 e marzo 2021. Questa nuova serie di TLTRO aveva lo scopo di preservare condizioni favorevoli del credito bancario affinché l'erogazione di quest'ultimo potesse risultare sostenibile per la clientela. Infine, il Consiglio decise di proseguire le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione dell'importo richiesto finché sarà necessario e almeno fino alla fine del periodo di mantenimento delle riserve che avrà inizio a marzo 2021.

La seconda serie di misure era mirata ad un ulteriore accomodamento monetario ed a migliorare il clima di sfiducia creatosi nelle prospettive

inflazionistiche. A metà anno, i dati disponibili indicavano che circostanze avverse di carattere internazionale, legate in particolare alla persistente debolezza del commercio mondiale e alle più pervasive e protratte incertezze del contesto esterno, continuavano a gravare sulle prospettive per l'area dell'euro. Il Consiglio direttivo comunicò la sua intenzione a mantenere i tassi di interesse di riferimento della BCE invariati almeno fino alla prima metà del 2020, inoltre reiterò le proprie indicazioni prospettiche in materia di reinvestimenti e stabilì il tasso da applicare alla terza serie di TLTRO, fissato a un livello superiore di 10 punti base rispetto al tasso medio applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. È stato pensato che tali costi avrebbero garantito un ragionevole equilibrio tra la necessità di riconoscere l'importanza dell'andamento positivo del credito bancario e di mantenere un orientamento accomodante.

La terza serie di misure di accomodamento monetario fu articolata in un ampio pacchetto per contrastare il persistere dei bassi tassi di inflazione. Nel mese di settembre il Consiglio direttivo decise di ridurre il tasso sui depositi presso la banca centrale di 10 punti base, al $-0,50\%$. Tale riduzione venne accompagnata da una riformulazione delle indicazioni prospettiche sull'evoluzione attesa dei tassi di interesse di riferimento. In secondo luogo, decise di riprendere gli acquisti netti di obbligazioni nell'ambito dell'APP a un ritmo mensile di 20 miliardi di euro a partire dal 1° novembre, con l'aspettativa di porvi fine poco prima del momento in cui avrebbe cominciato a innalzare i tassi di interesse di riferimento;

ribadì inoltre, che avrebbe continuato a reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del APP per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui avrebbe iniziato ad aumentare i tassi di interesse di riferimento, e in ogni caso finché sarebbe stato necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario. In terzo luogo decise di ricalibrare la terza serie di TLTRO con un tasso di interesse più favorevole per le banche partecipanti (le banche i cui prestiti netti idonei fossero stati superiori a un determinato valore di riferimento avrebbero potuto finanziarsi a un tasso di interesse pari a quello medio applicato ai depositi presso la banca centrale nel corso della durata dell'operazione) e una scadenza a più lungo termine (tre anni anziché due). Infine, allo scopo di salvaguardare il canale bancario di trasmissione della politica monetaria, venne introdotto un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, in cui parte della liquidità in eccesso detenuta dalle banche sarà esente dal pagamento del tasso di interesse negativo sui depositi presso la Banca Centrale.

Alla fine dell'anno, a seguito delle tre serie di interventi di accomodamento monetario adottati nel corso del 2019, le misure dell'inflazione di fondo si attestavano ancora a livelli generalmente contenuti e la dinamica della crescita nell'area dell'euro continuava a essere debole, benché vi fossero segnali iniziali di una stabilizzazione del rallentamento

della crescita e di un lieve aumento dell'inflazione di fondo in linea con le proiezioni precedenti.

Capitolo 4

INTERVENTI BCE POST CRISI COVID-19

4.1 Misure straordinarie adottate dalla BCE in risposta al Covid-19

Dai primi casi segnalati il 24 gennaio 2020, il COVID-19 si è diffuso in tutta l'Unione Europea (UE) con un forte impatto. La portata e la natura dello shock pandemico hanno richiesto una risposta politica straordinaria da parte della BCE, stabilendo tre compiti principali da assolvere: quello di stabilizzare i mercati, di proteggere l'offerta di credito e di neutralizzare i rischi di deflazione. È stata data priorità assoluta alle prime due sfide, dato che l'instabilità dei mercati e/o una stretta creditizia comprometterebbero il funzionamento di una politica monetaria efficace, mentre la terza è fondamentale invece, per adempiere al mandato di stabilità dei prezzi.¹⁹

Poiché erano chiaramente necessarie misure aggiuntive di politica monetaria per far fronte alla portata e alla natura particolare dello shock pandemico, è stato introdotto un pacchetto di misure complementari alle precedenti, che ha agito lungo due dimensioni principali: acquisto di attività e operazioni di erogazione di liquidità. Per l'acquisto di attività, il 12 marzo è stato aggiunto un ulteriore importo di 120 miliardi di euro al programma già in corso (APP) e il 18 marzo è stato lanciato il programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP, *Pandemic Emergency Purchase Program*); per le operazioni di liquidità,

¹⁹ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201126~c5c1036327.en.html>

l'elemento principale è stata la revisione della struttura e del prezzo delle operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate (TLTRO III). Queste iniziative di punta sono state accompagnate da una serie di misure di sostegno, tra cui l'allentamento del quadro del collateral.

Parallelamente alle misure di politica monetaria, anche la vigilanza bancaria europea (Meccanismo di vigilanza unico) e le autorità macroprudenziali nazionali hanno rapidamente attuato una serie di misure anticicliche. Si è evidenziato che in situazioni eccezionali come quella che stiamo vivendo, la politica monetaria deve agire sia per facilitare la necessaria espansione della politica fiscale sia per ridurre al minimo l'esclusione dell'attività del settore privato che si verificherebbe se gli elevati livelli di indebitamento pubblico venissero trasmessi a un aumento dei rendimenti sovrani. Come anticipato in precedenza, l'argomento Covid-19 fu trattato per la prima volta dalla BCE nel meeting del 11-12 Marzo, in cui è apparso chiaro sin da subito che mentre nella crisi finanziaria del 2008 le banche erano state al centro del problema, la situazione attuale differiva in quanto i problemi si sarebbero concretizzati prima nell'economia reale e successivamente avrebbero potuto impattare i bilanci delle banche. Queste ultime dovevano essere incentivate a fornire credito alle imprese redditizie che soffrivano di una riduzione del flusso di cassa a causa della pandemia da coronavirus. A questo proposito, è stato sottolineato che un'azione commisurata da parte di governi e autorità di vigilanza avrebbe supportato un'efficace trasmissione monetaria, ad esempio

tramite garanzie di credito. Durante questo incontro, furono prese le prime di una lunga serie di decisioni, per contrastare gli inevitabili effetti che avrebbe causato la pandemia: in primo luogo, offrire ulteriori LTRO per fornire un sostegno immediato di liquidità al sistema bancario dell'area dell'euro a un tasso di interesse pari al tasso di deposito; in secondo luogo, applicare condizioni più favorevoli a tutte le operazioni TLTRO III nel periodo da giugno 2020 a giugno 2021; in terzo luogo, aggiungere una dotazione temporanea di 120 miliardi di euro al volume degli acquisti netti di attività (APP). La prima operazione LTRO verrà annunciata il 16 marzo 2020, assegnata il 17 marzo 2020 e regolata il 18 marzo 2020, mentre le operazioni successive avrebbero avuto luogo settimanalmente fino al 10 giugno 2020. Per il periodo dal 24 giugno 2020 al 23 giugno 2021, il tasso di interesse su tutte le operazioni TLTRO III in essere in quel periodo sarebbe stato di 25 punti base inferiore al tasso medio applicato nelle operazioni di revisione dell'Eurosistema nello stesso periodo. Per le controparti il cui accreditamento netto soddisfacesse il benchmark, il tasso di interesse applicato sarebbe stato inferiore di 25 punti base al tasso medio di interesse sui depositi a vista prevalente nello stesso periodo, e comunque non superiore a -0,75%. La soglia di rendimento dei prestiti per il raggiungimento del tasso di interesse minimo sarebbe ridotta allo 0%, dal 2,5%. L'importo massimo complessivo che le parti avrebbero diritto a contrarre, verrebbe innalzato dal 30% al 50% del loro

stock di prestiti ammissibili. Il limite dell'importo dei fondi che potrebbero essere presi in prestito in ogni operazione verrebbe inoltre eliminato.²⁰

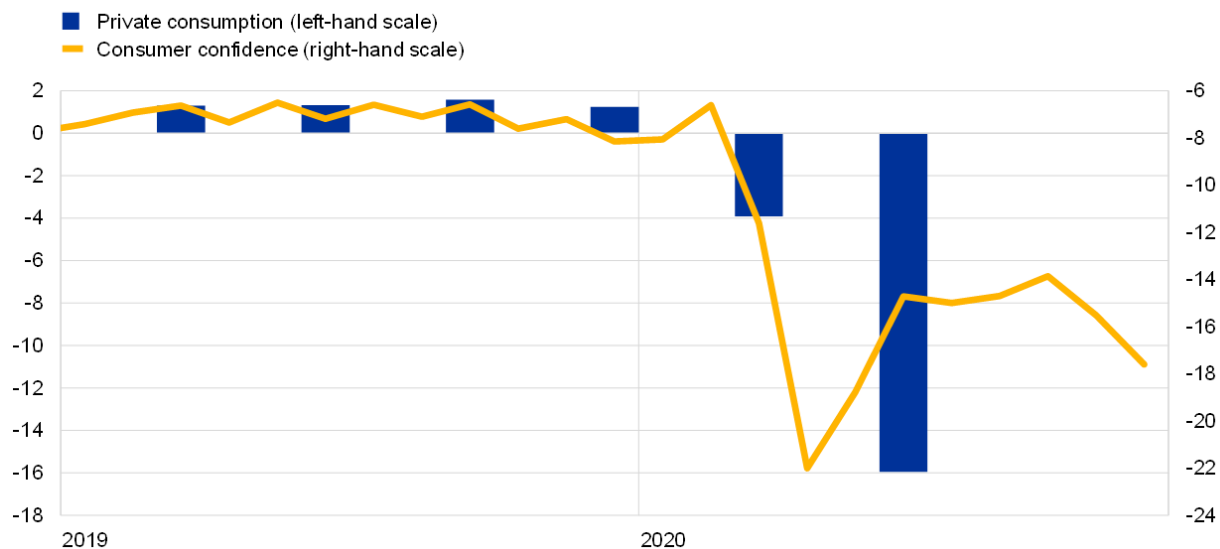
Dopo le decisioni di politica monetaria prese durante la riunione del Consiglio direttivo dell'11-12 marzo, i mercati finanziari mostrarono un'estrema volatilità, con segnali di crescente frammentazione. Nel complesso, le condizioni finanziarie contribuirono a irrigidirsi a causa dell'ulteriore aumento dei tassi d'interesse privi di rischio su tutte le scadenze e degli spread sovrani e societari, mentre i mercati azionari subirono un crollo. Inoltre, il probabile deterioramento delle prospettive dell'attività economica e dell'inflazione e il conseguente calo delle aspettative di inflazione avrebbero potuto portare ad un aumento dei tassi di interesse reali, correndo il rischio che le condizioni finanziarie si sarebbero inasprite in modo prociclico in un momento in cui l'economia richiedeva condizioni più favorevoli per far fronte allo shock. Analogamente le severe misure di contenimento attuate in tutta l'area dell'euro stavano lasciando un segno profondo nell'economia, poiché le imprese e le famiglie avevano ridotto la produzione e la spesa, come si evince dal grafico 4.1.²¹ Vi era un rischio significativo di una grave recessione nell'area dell'euro. Il peggioramento delle prospettive economiche, insieme al calo dei prezzi del petrolio, stava introducendo rischi significativi per le prospettive inflazionistiche.

²⁰ <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202002.en.html>

²¹ Fonte: sito BCE

GRAFICO 4.1 Consumo privato e fiducia dei consumatori nell'area euro

(year-on-year percentage change, percentage balance)



Fonte: European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Eurostat and ECB.

Il 18 Marzo fu accolta la proposta di lanciare un nuovo programma di acquisto di emergenza pandemico (PEPP) per i titoli del settore privato e pubblico con una dotazione di 750 miliardi di euro fino alla fine dell'anno. Tale programma temporaneo, mirato alle conseguenze specifiche della diffusione del coronavirus, era stato visto come la risposta più appropriata per affrontare uno shock senza precedenti che stava colpendo l'economia dell'area dell'euro nel suo complesso. Gli acquisti sarebbero stati effettuati in modo flessibile, mentre l'allocazione di riferimento per i titoli pubblici nelle varie giurisdizioni avrebbe continuato ad essere la chiave di volta del capitale delle banche centrali nazionali

dell'Eurosistema. Questa strategia avrebbe consentito fluttuazioni nella distribuzione dei flussi di acquisto nel tempo, tra le varie classi di attività e tra le giurisdizioni per far fronte alla frammentazione finanziaria e alle distorsioni del mercato, consentendo al tempo stesso di adattare gli acquisti alle ramificazioni della pandemia del coronavirus. In questo contesto, fu considerato positivo il fatto che i requisiti di idoneità per i titoli emessi dal governo greco furono eliminati nell'ambito del PEPP. Si decise inoltre di estendere la gamma di attività idonee ai sensi del CSPP alla carta commerciale non finanziaria, rendendo tutte le carte commerciali di qualità creditizia sufficientemente idonee all'acquisto ai sensi del CSPP e di allentare gli standard delle garanzie collaterali adeguando i principali parametri di rischio del quadro di riferimento per le garanzie. In particolare, il campo di applicazione del quadro in vigore per i crediti supplementari sarebbe stato ampliato per includere i crediti relativi al finanziamento del settore delle imprese. Ciò avrebbe garantito che le controparti potessero continuare a utilizzare appieno le operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema.²²

L'entità e la durata della pandemia da coronavirus non potevano essere previste, e la crisi in corso, che proveniva dall'esterno dell'economia, era molto diversa dalle crisi precedenti. Più a lungo le misure di blocco fossero state in atto, più grave sarebbe stato l'impatto sull'attività e sui prezzi. Al tempo stesso, gli effetti economici della pandemia sarebbero proseguiti per un periodo

²² <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202002.en.html>

considerevole dopo il contenimento del coronavirus, in quanto il calo della domanda dovuto a motivi precauzionali o a perdite di reddito avrebbe potuto pesare sull'attività economica, portando a una lenta ripresa. Il risparmio precauzionale era già in aumento e, se i consumatori non avessero riacquisito rapidamente la fiducia dopo l'abolizione delle misure di contenimento, ci sarebbe stato il rischio che la domanda sarebbe rimasta depressa. Le statistiche riportavano che dall'inizio della pandemia di coronavirus, la probabilità di un'inflazione sotto lo zero, o sotto l'1% era aumentata in modo sostanziale, indicando un rischio significativo di deflazione o di inflazione molto bassa nei prossimi anni, come segnalato nel grafico 4.2.²³

Grafico 4.2 Tasso di inflazione annuale



I risultati dell'indagine sui prestiti bancari dell'area dell'euro per il primo trimestre del 2020, inoltre, facevano emergere un'impennata della domanda di prestiti e del ricorso a linee di credito da parte delle imprese per soddisfare il fabbisogno di

²³ Fonte: Eurostat

liquidità del capitale circolante, mentre era diminuito il fabbisogno di finanziamento per gli investimenti fissi.

Durante il meeting del 29-30 Aprile fu deciso che le condizioni relative alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate (TLTRO III) sarebbero state ulteriormente alleggerite. In particolare, riducendo il tasso di interesse sulle operazioni TLTRO III nel periodo dal giugno 2020 al giugno 2021 a 50 punti base al di sotto del tasso di interesse medio sulle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema prevalente nello stesso periodo. Inoltre, per le controparti il cui accreditamento netto ammissibile avesse raggiunto la soglia di rendimento dei prestiti, il tasso di interesse nel periodo giugno 2020 - giugno 2021 sarebbe stato inferiore di 50 punti base al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema prevalente nello stesso periodo. Una nuova serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine non mirate di emergenza pandemica (PELTRO) sarebbe stata condotta per sostenere le condizioni di liquidità nel sistema finanziario dell'area dell'euro e contribuire a preservare il regolare funzionamento dei mercati monetari fornendo un efficace freno alla liquidità. Le PELTRO sarebbero state formate da sette ulteriori operazioni di rifinanziamento con avvio nel maggio 2020 e scadenza in sequenza scaglionata tra luglio e settembre 2021, in linea con la durata delle misure di allentamento delle garanzie. Esse dovevano essere effettuate con procedure d'asta a tasso fisso con piena aggiudicazione, con un tasso di interesse inferiore di 25

punti base rispetto al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principali prevalente per tutta la durata di ogni PELTRO.²⁴

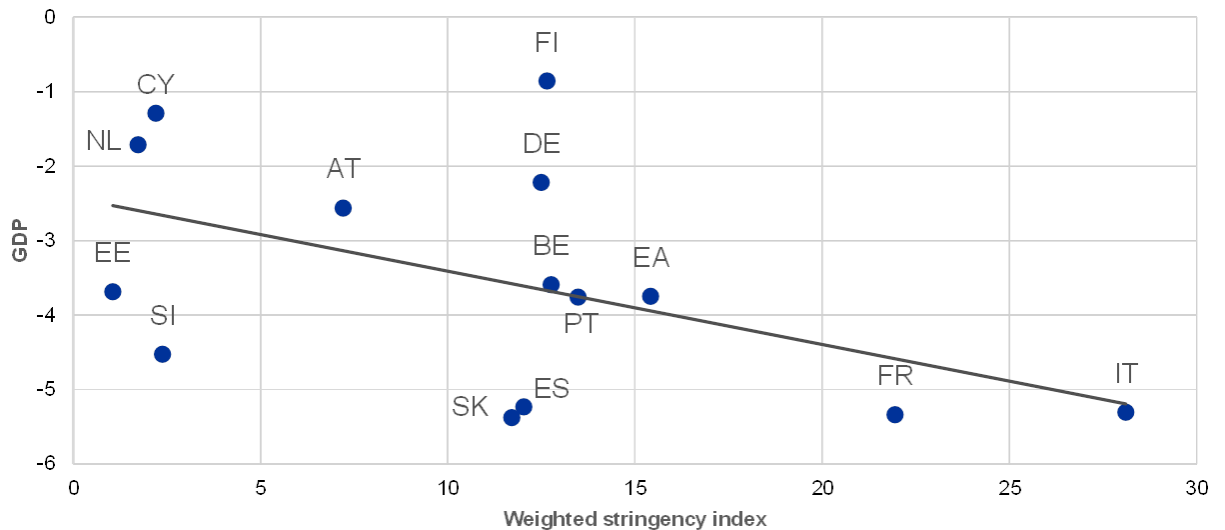
L'economia dell'area dell'euro registrava una contrazione senza precedenti. Nel primo trimestre del 2020 il PIL reale dell'area dell'euro era diminuito del 3,8% su base trimestrale a causa della pandemia di coronavirus e delle misure di contenimento. Il settore manifatturiero e quello dei servizi furono quelli maggiormente colpiti, inoltre la pandemia ebbe un sostanziale impatto sulla capacità produttiva dell'economia dell'area dell'euro e sulla domanda interna. Il grafico 4.3 evidenzia il calo del prodotto interno lordo rapportato all'entità delle misure restrittive.²⁵

Grafico 4.3 Pil reale ed entità delle risposte per singolo paese

(quarter-on-quarter percentage changes and weighted stringency index)

²⁴ <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202003.en.html>

²⁵ Fonte: Eurostat



Fonte: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker and ECB calculations.

Note: The daily index for each country is weighted by the number of days at different stringency levels in the first quarter of 2020. In this chart, the euro area represents a daily, GDP-weighted average of countries for which data are available.

Nel mese di maggio aveva luogo una graduale riapertura di alcuni settori dell'economia. Di conseguenza, si prevedeva una ripresa dell'attività nell'area dell'euro nel terzo trimestre in quanto le misure di contenimento venivano ulteriormente alleggerite, sostenute da condizioni di finanziamento favorevoli, da una politica di bilancio espansionistica e dalla ripresa dell'attività globale. Gran parte dell'incertezza si collocava al di fuori della sfera economica e riguardava il futuro corso della pandemia e la sua soluzione medica. L'entità della contrazione e della ripresa sarebbe dipesa in modo cruciale dalla durata e dall'efficacia delle misure di contenimento, dal successo delle politiche volte a mitigare l'impatto negativo sui redditi e sull'occupazione e dalla misura in cui la capacità dell'offerta e la domanda interna sarebbero state colpite. Si stava notando che le questioni

relative alla misurazione dei prezzi potessero essere fuorvianti nell'attuale contesto; ciò si riferiva alle difficoltà di raccolta dei dati sui prezzi e all'aumento del ricorso alle imputazioni, inoltre, i beni e i servizi effettivamente acquistati durante i periodi di blocco e di contenimento si discostavano probabilmente dalle ponderazioni di spesa ipotizzate nei panieri dei consumi utilizzati nella compilazione dell'IPCA. Si presumeva quindi che le percezioni dei consumatori potessero discostarsi sostanzialmente da quanto registrato nelle statistiche ufficiali. Venne fatto riferimento al forte aumento dei prezzi dei prodotti alimentari, che aveva suggerito che l'inflazione percepita potesse essere superiore all'inflazione misurata. L'andamento atteso dell'indice di risparmio inoltre, fu visto come una questione chiave. La forte crescita della moneta in senso lato (M3) rifletteva uno spostamento verso la detenzione di moneta per motivi precauzionali in un contesto di elevata incertezza.²⁶

Nella riunione del 3-4 Giugno la BCE decise che la dotazione per il programma di acquisto d'emergenza in caso di pandemia (PEPP) sarebbe stata aumentata di 600 miliardi di euro, per un totale di 1.350 miliardi di euro. In risposta alla revisione al ribasso dell'inflazione nell'orizzonte di proiezione, sostenendo le condizioni di finanziamento nell'economia reale, soprattutto per le imprese e le famiglie. L'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP venne

²⁶ <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202004.en.html#toc9>

esteso almeno fino alla fine di giugno 2021. In ogni caso, il Consiglio direttivo avrebbe effettuato acquisti netti di attività nel quadro del PEPP fino a quando non avesse giudicato conclusa la fase di crisi del coronavirus. I pagamenti principali dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP sarebbero stati reinvestiti almeno fino alla fine del 2022. In ogni caso, il futuro roll-off del portafoglio PEPP sarebbe stato gestito in modo da evitare interferenze con la posizione monetaria appropriata.

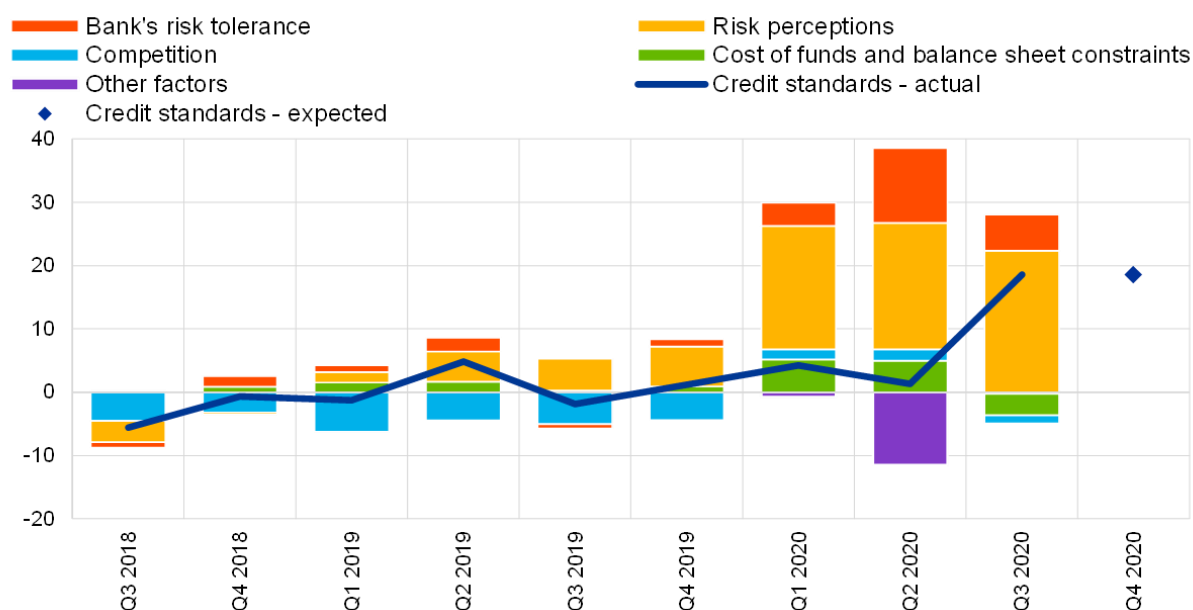
Il 25 giugno la BCE istituì lo strumento di pronti contro termine dell'Eurosistema per le banche centrali (EUREP, *Eurosystem repo facility for central banks*) per fornire linee di pronti contro termine precauzionali in euro alle banche centrali al di fuori dell'area dell'euro, il che andava ad integrare le linee di swap e di pronti contro termine bilaterali esistenti. L'EUREP aveva lo scopo di rispondere a possibili esigenze di liquidità in euro in caso di disfunzioni del mercato, che avrebbero potuto influire negativamente sulla regolare trasmissione della politica monetaria della BCE, e sarebbe stato attivo fino a Giugno 2021. La pandemia stava colpendo le economie in modo sequenziale e in misura diversa, ciò implicava una ripresa disomogenea e, a livello globale, una maggiore dipendenza dalla domanda interna piuttosto che da quella esterna, e dalle catene del valore interne piuttosto che globali, per sostenere la ripresa. Oltre ai rischi derivanti dall'economia esterna, iniziava ad aleggiare la possibilità di "effetti scogliera" che si sarebbero verificati alla scadenza di varie misure di sostegno, soprattutto per

quanto riguardava il mercato del lavoro. Ciò avrebbe potuto portare ad un aumento della disoccupazione vera e propria anziché alla diminuzione delle ore lavorate per persona, come era accaduto fino a quel momento a causa ad esempio del blocco dei licenziamenti introdotto in Italia. Gli interventi avevano in qualche modo attenuato le acute carenze di liquidità, ma nel periodo seguente si iniziava a manifestare un crescente rischio di problemi di solvibilità, che avrebbe potuto ostacolare una forte ripresa economica, facendo riferimento al rischio di *feedback loop* finanziari reali negativi.²⁷ Un aumento dei crediti in sofferenza e delle insolvenze delle imprese a seguito della pandemia avrebbe potuto incidere sui bilanci delle banche e compromettere la trasmissione monetaria attraverso il settore bancario, con conseguenti rischi per la stabilità finanziaria; se da un lato la politica monetaria sembrava essere in grado di fornire liquidità e di sostenere condizioni di prestito favorevoli, dall'altro spettava alla politica fiscale affrontare i problemi di solvibilità che potevano emergere nel settore finanziario e aziendale a seguito dello shock del coronavirus. Nel grafico 4.4 vengono messi in evidenza vari parametri riguardanti i prestiti bancari dell'area euro, si può facilmente notare

²⁷ Cambiamenti negli standard di credito applicati all'approvazione di prestiti o linee di credito alle imprese e fattori contribuenti (percentuali nette di banche che segnalano un inasprimento degli standard di credito e dei fattori che ne contribuiscono)

come nel 2020 sino cresciuti notevolmente il rischio percepito e la tolleranza al rischio da parte delle banche.²⁸

Grafico 4.4 Indagine sui prestiti bancari area euro



Fonte: BCE (October 2020 euro area bank lending survey).

Notes: "Actual" values are changes that have occurred, while "expected" values are changes anticipated by banks. Net percentages are defined as the difference between the sum of the percentages of banks responding "tightened considerably" and "tightened somewhat" and the sum of the percentages of banks responding "eased somewhat" and "eased considerably". The net percentages for responses to questions related to contributing factors are defined as the difference between the percentage of banks reporting that the given factor contributed to a tightening and the percentage reporting that it contributed to an easing. "Cost of funds and balance sheet constraints" is the unweighted average of "costs related to capital position", "access to market financing" and "liquidity position"; "risk perceptions" is the unweighted average of "general economic situation and outlook", "industry or firm-specific situation and outlook/borrower's creditworthiness" and "risk related to the collateral demanded"; "competition" is the unweighted average of "competition from other banks", "competition from non-banks" and "competition from market financing". The net percentages for the "other factors" refer to further factors which were mentioned by banks as having contributed to changes in credit standards, currently mainly related to the policy interventions in response to the COVID-19 pandemic. The latest observation is for the third quarter of 2020 for actual credit standards and the fourth quarter of 2020 for expected credit standards.

La trasmissione monetaria attraverso il settore bancario stava risultando efficace,

²⁸ Fonte: Sito BCE

anche perché i bilanci delle banche erano più forti all'inizio della pandemia rispetto a prima della crisi finanziaria del 2008.

Ulteriori fattori che avrebbero portato ad un probabile aumento inflazionistico risultarono essere la riduzione temporanea dell'IVA tedesca, che sarebbe passata dal 19% al 16% e dell'aliquota ridotta dal 7% al 5%, con decorso dal 1 luglio 2020 fino a fine anno. Iniziava ad essere sempre più evidente in questo contesto come il Consiglio direttivo della BCE dovesse sottolineare di avere gli strumenti e lo spazio politico per intraprendere ulteriori azioni se necessario, ma al contempo evitare di creare aspettative di ulteriori azioni di politica monetaria (*the forward guidance paradox*).

Nel terzo trimestre, le indagini cominciavano ad indicare una ripresa dell'economia dell'area dell'euro e ad evidenziare un forte rimbalzo della crescita del PIL. Si era in presenza di una maggiore fiducia nel fatto che i governi potessero evitare che i loro sistemi sanitari fossero sopraffatti e che potessero contenere la diffusione del virus senza un blocco completo con un conseguente grave danno all'economia. L'ampio stock di risparmi accumulati dalle famiglie avrebbe potuto riversarsi più rapidamente delle precedenti proiezioni, sostenendo un rimbalzo della crescita dei consumi nei prossimi anni. Mentre la pandemia era stato uno shock comune a tutti i paesi dell'area dell'euro, era evidente però l'eterogeneità degli sviluppi dell'attività nei vari paesi, attribuibile alle differenze nell'evoluzione del virus, alle misure di contenimento e alle risposte di politica

fiscale attuate in ogni paese e alla struttura di ogni economia. In questo contesto, i fondi NGEU venivano considerati importanti per contribuire a creare condizioni di maggiore parità, in quanto la portata delle misure fiscali nazionali variava da un Paese all'altro.²⁹

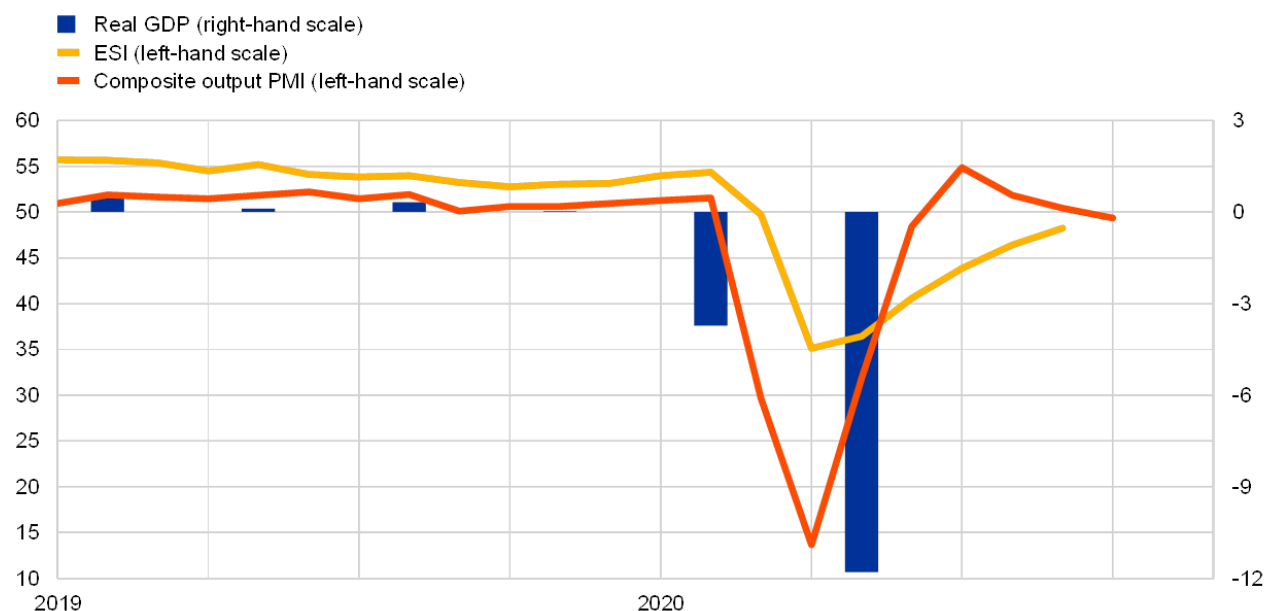
I dati di Ottobre segnalavano una perdita di slancio della ripresa economica dell'area dell'euro dopo un forte ma parziale e disomogeneo rimbalzo nel terzo trimestre. L'aumento dei casi COVID-19 e la conseguente intensificazione delle misure di contenimento stavano pesando sull'attività e stavano costituendo un netto deterioramento delle prospettive a breve termine; mentre il settore manifatturiero continuava a riprendersi, quello dei servizi, che risentiva maggiormente delle nuove restrizioni alle attività sociali e alla mobilità, subiva un visibile rallentamento. Il grafico 4.5 evidenzia il calo drastico del prodotto interno lordo nel secondo trimestre del 2020 e allo stesso tempo la netta ripresa del settore manifatturiero.³⁰

²⁹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202006.en.html>

³⁰ Fonte: Eurostat, Commissione europea, Markit e BCE

Grafico 4.5: il PIL reale dell'area dell'euro, l'Indicatore del Sentimento Economico e l'Indice dei Responsabili d'Acquisto a produzione composita

(scala di sinistra: indice di diffusione; scala di destra: variazioni percentuali trimestre su trimestre)



Notes: The Economic Sentiment Indicator (ESI) is standardised and rescaled to have the same mean and standard deviation as the Purchasing Managers' Index (PMI). The latest observations are for the second quarter of 2020 for real GDP, September 2020 for the ESI and October 2020 for the PMI.

La situazione economica stava di nuovo mutando rapidamente. Non si poteva escludere che l'area dell'euro, o almeno alcuni paesi, avrebbero subito una doppia recessione. Le prospettive economiche sarebbero dipese in modo determinante dall'efficacia delle misure restrittive e dalle dinamiche di contagio della pandemia.

Le nuove restrizioni tendevano ad essere più mirate rispetto alla primavera, sia a livello regionale che settoriale, e potrebbero quindi avere un effetto più limitato sull'attività rispetto all'inizio dell'anno. Era chiaro che mentre alcuni settori come l'industria manifatturiera e l'edilizia sarebbero stati meno colpiti di quanto non lo fossero stati nelle chiusure generali decise in precedenza, altri settori come l'intrattenimento, il tempo libero o il turismo sarebbero stati pesantemente colpiti anche durante la seconda ondata. Era incerto se le riserve di liquidità che imprese e famiglie avevano accumulato negli ultimi mesi si sarebbero dimostrate sufficienti per resistere a un nuovo deterioramento dell'economia nel periodo a venire.³¹

Nell'ultimo comunicato stampa, datato 10 Dicembre 2020, la BCE ha attuato diverse manovre in risposta alla seconda ondata di Coronavirus che sta vessando attualmente l'intera area dell'euro. Il Consiglio direttivo ha deciso di aumentare la dotazione del programma di acquisto d'emergenza pandemico (PEPP) di 500 miliardi di euro, per un totale di 1.850 miliardi di euro. Ha inoltre esteso l'orizzonte degli acquisti netti nell'ambito del PEPP ad almeno la fine di marzo 2022 ed in ogni caso fino a quando non giudicherà conclusa la fase di crisi del coronavirus. Prorogherà il reinvestimento dei pagamenti di capitale dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PEPP almeno fino alla fine del 2023. In ogni

³¹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202007.en.html#toc1>

caso, il futuro roll-off del portafoglio PEPP sarà gestito in modo da evitare interferenze con la posizione di politica monetaria appropriata. Ricalibrerà ulteriormente le condizioni della terza serie di operazioni di rifinanziamento a lungo termine mirate (TLTRO III). In particolare, prorogherà di dodici mesi, fino a giugno 2022, il periodo in cui si applicheranno condizioni favorevoli. Tra giugno e dicembre 2021 saranno inoltre effettuate tre ulteriori operazioni; in aggiunta, verrà aumentato l'importo totale che le controparti avranno diritto a prendere in prestito nelle operazioni TLTRO III dal 50% al 55% del loro stock di prestiti ammissibili. Al fine di incentivare le banche a sostenere l'attuale livello dei prestiti bancari, le condizioni di prestito ricalibrate del TLTRO III saranno rese disponibili solo agli enti che raggiungeranno un nuovo obiettivo di performance creditizia.

Verrà prorogata fino a giugno 2022 la durata della serie di misure di alleggerimento delle garanzie collaterali adottate dal Consiglio direttivo il 7 e il 22 aprile 2020. La proroga di tali misure continuerà a garantire che le banche possano utilizzare appieno le operazioni di liquidità dell'Eurosistema, in particolare le TLTRO ricalibrate. Il Consiglio direttivo riesaminerà le misure di alleggerimento delle garanzie prima del giugno 2022, assicurando che la partecipazione delle controparti dell'Eurosistema alle operazioni TLTRO III non sia influenzata negativamente. Infine, verranno offerte quattro ulteriori operazioni

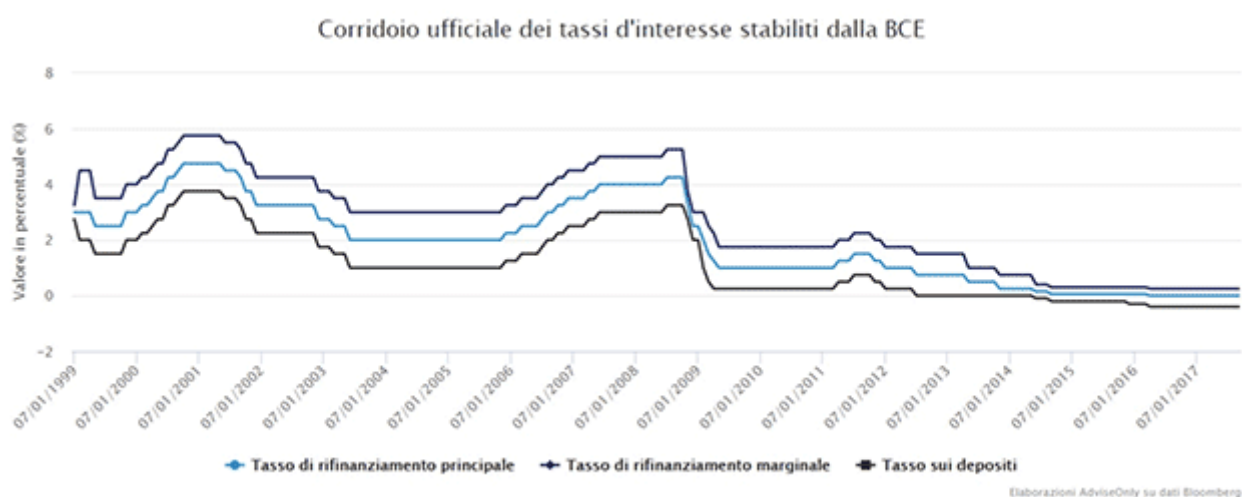
di rifinanziamento a lungo termine di emergenza pandemica (PELTRO) nel 2021,
che continueranno a fornire un efficace freno alla liquidità.³²

³² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.en.html>

CONCLUSIONI

Le due crisi hanno avuto luogo, seppur a distanza di circa un decennio, in due contesti profondamente diversi. La prima, in un momento di espansione economica, dove i tassi di interesse della BCE si assestavano intorno al 4%; il che lasciava un certo margine di azione alla Banca Centrale Europea per poter intervenire sull'abbassamento dei tassi, adottando quindi una misura standard di politica monetaria accomodante, senza dover ricorrere, per lo meno inizialmente, ad interventi straordinari. La seconda, avveniva in un quadro di stagnazione economica, dove le ferite lasciate dalla precedente crisi non erano ancora completamente rimarginate, e i tassi ufficiali della BCE stazionavano addirittura in territorio negativo, come evidenziato nel grafico 5.1.³³

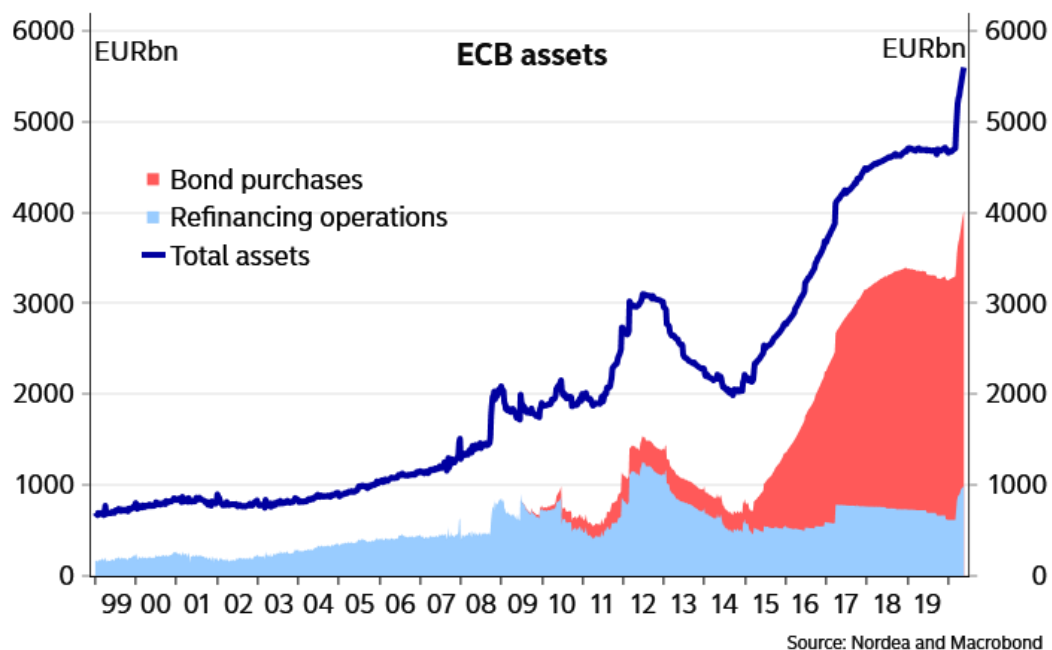
Grafico 5.1 Corridoio ufficiale dei tassi d'interesse stabiliti dalla BCE



³³ Fonte: Bloomberg

Dopo aver analizzato nel dettaglio gli interventi straordinari attuati dalla BCE a fronte delle due crisi, dal grafico 5.2 è intuibile come le misure di emergenza recenti, possano essere collocate in un quadro più ampio come la prosecuzione ancor più marcata di ingenti immissioni di liquidità nell'economia, in essere da alcuni anni.³⁴

Grafico 5.5 Assets della BCE



I motivi scatenanti sono oggettivamente diversi, e, in ottica finanziaria, persino inversi: “A differenza della crisi finanziaria del 2008, oggi le banche non sono all’origine del problema. Dobbiamo però assicurare che possano essere parte della

³⁴ Fonte: Nordea e Macrobond

soluzione”.³⁵ Difatti, la prima crisi ha avuto origine all’interno del sistema finanziario, dove speculazione, errata percezione del rischio e controlli meno stringenti hanno causato attraverso una sorta di “*snowball effect*” una crisi sistemica che si è riversata poi nell’economia reale. Il covid-19 è stato invece, riprendendo un concetto del filosofo Nassim Nicholas Taleb, un “cigno nero”, un evento imprevedibile ed improvviso che cambia il regolare equilibrio delle cose. In questo caso, è stata l’economia reale a subire l’impatto immediato e devastante della pandemia, in seguito alle chiusure forzate che i Paesi hanno dovuto indire per cercare di arginare l’avanzata del virus. Con gli aiuti straordinari dati dalle banche, alle imprese in difficoltà, attraverso linee di credito agevolate, però, la crisi potrebbe riversarsi nel settore finanziario, se si presenteranno problemi di solvibilità.

Il futuro dell’economia globale e di qualcosa di ben più importante, la vita di ognuno di noi, dipenderà in gran parte dall’efficacia del vaccino e dalla tempestività della sua copertura; se fino a pochi giorni fa avrei scritto “se” e “quando”, ora sono felice di poter dire “quanto efficace” e “in quanto tempo” sarà distribuito il vaccino.

³⁵ Andrea Enria, Presidente del Consiglio di vigilanza della BCE

BIBLIOGRAFIA

BCE (2012), “Technical features of Outright Monetary Transactions”, BCE Press release, Francoforte

BCE (2020), “Monetary policy decision”, BCE Press release, Francoforte

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

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

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

BCE (2020), Bollettino economico, n.5, BCE, Francoforte

BCE (2020), Bollettino economico, n.6, BCE, Francoforte

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

Bini Smaghi L. (2009), “La crisi finanziaria: sfide e risposte”, Discorso all’Associazione Pianificatori Bancari, Firenze

Čihák, M., Harjes, T. and Stavrev, E. (2009), “Eurozone Monetary Policy in Uncharted Waters”, IMF Working Paper n. 09/185

Consiglio Europeo (2010), “Statement by the Heads of State and Government of the Euro Area”, Bruxelles

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

González-Páramo J.M. (2009), “Financial market failures and public policies – a central banker’s perspective on the global financial crisis”, Discorso conclusivo al XVI Meeting di Public Economics, Granada

Intermarketandmore (2011), Lampo “Credit Default Swap: un esempio concreto”,
Intermarketandmore

Koivu, T., Klaver, I. von Gerich, J. e Svendsen, A. (2020), “ECB watch: more
will come”, Nordea.

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

Consiglio Europeo (2007), Trattato sul Funzionamento dell’Unione Europea
(TFUE), Lisbona.

Trichet J.C. (2009), “The ECB’s enhanced credit support”, BIS Review 87/2009.

SITOGRAFIA

www.bancaditalia.it
www.bis.org
www.bloomberg.com
www.consilium.europa.eu
ec.europa.eu/eurostat
www.ecb.europa.eu
www.imf.org
www.intermarketandmore.finanza.com
www.nordeamarkets.com