



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**PROGRAMMI DI ACQUISTO ATTIVITÀ: IL  
QUANTITATIVE EASING DELLA BANCA CENTRALE  
EUROPEA**

**ASSET PURCHASE PROGRAMMES: THE QUANTITATIVE  
EASING OF THE EUROPEAN CENTRAL BANK**

Relatore:  
Chiar.ma Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:  
Michele Montalbini

Anno Accademico 2021/2022



## INDICE

Introduzione	5
1 La politica monetaria della BCE	7
1.1 Politica convenzionale	7
1.1.1 OMA	7
1.1.2 Operazioni su iniziativa delle controparti	8
1.1.3 ROB	8
1.2 Strumenti del programma acquisto attività	9
1.2.1 ABSPP	9
1.2.2 CBPP3	9
1.2.3 CSPP	10
1.2.4 PSPP	11
1.3 Altri strumenti non convenzionali	12
1.3.1 FRFA e TLTRO	12
1.3.2 NIRP	13
1.3.3 PEPP	15
1.4 Effetti e criticità	16
1.4.1 Effetti diretti	16
1.4.2 Effetti indiretti	17
1.4.3 Possibili criticità	19

2 BCE e FED: affinità e diversità	21
2.1 A La struttura organizzativa delle due banche centrali	21
2.1.1 Assetto istituzionale e organizzazione in Europa	21
2.1.2 Assetto istituzionale e organizzazione in USA	22
2.2 Differenti evoluzioni del QE	24
2.2.1 utilizzo del QE in USA	24
2.2.2 utilizzo del QE in Europa	25
2.3 Tapering	27
2.3.1 Strategia per uscire da un programma acquisto attività	27
2.3.2 Le decisioni prese da BCE e FED con l'avvento dell'inflazione	28
2.4 Forward Guidance	29
2.4.1 Forward Guidance come catalizzatore della politica monetaria	29
2.4.2 Utilizzo della forward guidance da parte di BCE e FED	30
Conclusioni	32

## INTRODUZIONE

L'Asset Purchase Programme (APP) è uno strumento di politica monetaria non convenzionale, adottato dalla Banca Centrale Europea (BCE) per contrastare la pericolosa diminuzione dei prezzi iniziata nel 2014 (crisi della deflazione). La BCE, per rispettare l'obiettivo prefissato in materia inflativa, nel medesimo anno decide di attuare un programma di acquisto attività, dal momento in cui gli strumenti ordinari di politica monetaria sono risultati inefficaci. Gli strumenti convenzionali della BCE si basano su un sistema di prestiti di liquidità, mentre l'APP agisce in maniera differente. Infatti, questo strumento non convenzionale si basa sull'acquisto delle attività finanziarie a titolo definitivo in cambio di liquidità, quindi la BCE espande copiosamente il proprio bilancio fungendo da prestatore di ultima istanza. L'APP è uno strumento costituito a sua volta da altri programmi di acquisto, che permettono il coinvolgimento di tutti i soggetti presenti in economia: le aziende private (con il CSPP), lo stato (con il PSPP), le banche (con l'ABSPP e il CBPP) e in maniera indiretta vengono influenzate anche le famiglie. L'obiettivo principale dei programmi di acquisto è diminuire i rendimenti delle attività finanziarie e il livello generale dei tassi d'interesse nel sistema economico per incentivare gli investimenti e i consumi da parte di famiglie e imprese, quindi aumentare la domanda aggregata e il livello generale dei prezzi. Negli anni precedenti, la BCE ha utilizzato anche altri strumenti non convenzionali per stimolare il sistema bancario all'erogazione del credito (NIRP e TLTRO) e per approvvigionarlo a costi irrisori (aste FRFA). L'utilizzo sincronico di questi strumenti ha permesso il raggiungimento dell'inflazione target nell'eurozona. Inoltre, l'efficacia di tale politica monetaria espansiva viene evidenziata dal prolungamento dell'APP stesso e dall'istituzione di un nuovo programma di acquisto attività per fronteggiare la crisi pandemica. L'APP è da considerare a tutti gli effetti un allentamento quantitativo ben definito e strutturato dal consiglio direttivo della BCE. In un certo qual modo, l'organo decisionale della BCE ha analizzato e valutato le decisioni prese negli anni

precedenti dall'organo analogo della FED per fronteggiare la crisi economico-finanziaria. Infatti, negli USA il primo QE viene attuato nel 2008, mentre in Europa l'APP nel 2014; in maniera simile si è diffusa precedentemente la forward guidance negli USA e in un secondo tempo in Europa. Quest'ultimo strumento è risultato fondamentale per la gestione e l'influenza degli operatori del mercato. Senza ombra di dubbio entrambe le banche centrali hanno ampliato il proprio bilancio in maniera considerevole, riuscendo a risollevare il sistema finanziario ed economico dalle diverse crisi che si sono verificate. Nel 2022, però, si presentano circostanze opposte rispetto al 2014, in quanto il mercato è dominato da un forte aumento dell'inflazione. Pertanto, gli organi decisionali delle banche centrali sono costretti a porre fine alla loro politica monetaria espansiva, attuando prima la fase di tapering e poi il rialzo dei tassi di interesse. Il capitolo uno si concentra prevalentemente sugli strumenti di politica monetaria utilizzati dalla BCE. Viene espresso il funzionamento della politica monetaria convenzionale e in modo particolare si presta attenzione ai singoli programmi di acquisto che compongono l'APP. Inoltre, vengono tenuti in considerazione anche gli altri strumenti non convenzionali adottati in contemporanea all'APP; quindi, il capitolo si chiude articolando gli effetti e le potenziali criticità che derivano dall'utilizzo di tale politica espansiva. Il secondo capitolo si sofferma prevalentemente su un confronto tra la BCE e la FED per quanto riguarda l'utilizzo del quantitative easing nel corso degli anni recenti. Pertanto, è necessario esplicitare la struttura organizzativa di entrambe le banche centrali e i loro obiettivi; di conseguenza il capitolo tratta sia della storia del quantitative easing attuato negli USA, che quello attuato in Europa con le rispettive fasi di tapering, ossia la cessazione della politica monetaria espansiva. Il capitolo termina con l'articolazione della forward guidance come strumento capace di amplificare gli effetti della politica monetaria e quindi il suo utilizzo da parte della BCE e della FED.

# 1. LA POLITICA MONETARIA DELLA BCE

## 1.1 LA POLITICA CONVENZIONALE

### 1.1.1 OMA

Le Operazioni di Mercato Aperto sono una tipologia di strumenti convenzionali utilizzati dalla BCE. Vengono utilizzate ordinariamente dalla BCE e attuate dalle BCN per prestare liquidità alle banche. La liquidità prestata è garantita da dei collateral, nonché titoli portati in garanzia dalle banche. Il collateral, o meglio il soggetto emittente, viene sottoposto ad una valutazione di merito creditizio e in base alla sua rischiosità viene applicato un haircut al valore del titolo stesso (cioè una percentuale che riduce la liquidità data come controparte). Le operazioni di mercato aperto sono le operazioni di rifinanziamento principale, operazioni di rifinanziamento a lungo termine, operazioni di fine tuning e di tipo strutturale. Le ultime due operazioni citate vengono utilizzate per ricolmare dei gap, rispettivamente temporanei e strutturali, tra la domanda e l'offerta di liquidità, ma raramente sono state utilizzate dalla BCE. Le operazioni di rifinanziamento principale permettono alla BCE di concedere liquidità alle banche su base settimanale al tasso  $i_{RP}$ , che tendenzialmente coincide con il tasso presente sull'interbancario. Le operazioni di rifinanziamento a lungo termine, invece, avvengono su base mensile. Queste due tipologie di operazioni vengono realizzate attraverso l'istituzione di aste, le quali possono essere a tasso fisso o variabile. Nelle aste a tasso fisso la BCE determina l'offerta di moneta e il costo della liquidità (tipicamente  $i_{RP}$ ). Nelle aste a tasso variabile, la BCE indica solamente l'offerta di moneta, che sarà aggiudicata alle banche disposte a pagare il rendimento maggiore. Nelle aste a tasso variabile marginale, tutte le banche pagano lo stesso tasso di interesse, che corrisponde all'offerta (di tasso da pagare) effettuata dall'ultima banca aggiudicataria. Nel caso dell'asta a tasso variabile competitiva, le banche aggiudicatarie si trovano a pagare il tasso d'interesse esplicitato nella loro proposta.

### **1.1.2 Operazioni su iniziativa delle controparti**

Le operazioni su iniziativa delle controparti (dette anche standing facilities) avvengono appunto su iniziative delle banche stesse. Queste sono operazioni overnight che vengono utilizzate dalle banche per ottenere un equilibrio quotidiano depositando liquidità presso la BCE (al tasso  $i_{Df}$ ) o richiedendo un prestito nel caso in cui si sia in difetto di liquidità (al tasso  $i_{FMg}$ ). Queste operazioni sono l'alternativa al mercato interbancario, dove le banche scambiano liquidità tra loro. Inevitabilmente i due mercati della liquidità sono collegati: infatti i tassi sulle operazioni su iniziativa delle controparti stabiliscono il corridoio dei tassi di policy, dove  $i_{Df}$  è il pavimento dei tassi e  $i_{FMg}$  è il tetto. Per le banche risulta conveniente scambiare liquidità tra loro ad un tasso compreso tra questi e al tempo stesso, per ottenere un equilibrio sui mercati monetari, anche  $i_{Rp}$  converge con il tasso interbancario.

### **1.1.3 ROB**

La riserva obbligatoria corrisponde ad un deposito detenuto dalla banca centrale, dove le banche commerciali hanno il dovere di accantonare una liquidità pari ad una percentuale (coefficiente di riserva obbligatoria) dei depositi totali. La riserva obbligatoria è uno strumento fondamentale per tutelare gli operatori in economia, perché permette di controllare la creazione di moneta da parte della BC e corrisponde ad una garanzia per i depositanti. In realtà il vincolo della ROB non è eccessivamente stringente in quanto è possibile mobilizzare la riserva stessa; è necessario, però rispettare la media giornaliera sul periodo di mantenimento (45 giorni). A differenza delle riserve in eccesso che vengono remunerate al più basso tra 0 e  $i_{Df}$ , la ROB viene remunerata a  $i_{Rp}$ ; così facendo si evita di scaricare il costo del deposito della liquidità sulla clientela.



## **1.2 STRUMENTI DEL PROGRAMMA ACQUISTO ATTIVITÀ**

### **1.2.1 ABSPP**

Il programma di acquisto attività stanziato dalla BCE a partire dal 2014 si compone di diversi strumenti, mai utilizzati prima da parte della stessa in quanto non previsti nelle disponibilità della politica convenzionale. L'Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) è un programma costituito da cartolarizzazioni (bancarie) acquistate dalla BCE (o dalle diverse BCN per conto della BCE) pertanto viene adottato il principio di condivisione del rischio in base alle quote di partecipazione delle BCN al capitale della BCE. Questo strumento permette alle banche, oltre alla diversificazione delle fonti di finanziamento, di concedere ulteriori prestiti all'economia reale. Dal momento in cui il ABSPP non deriva da emissione statale, la BCE può acquistarle sia nel mercato primario che nel secondario. Inoltre, non sono previsti vincoli di maturità relativi all'asset o limiti massimi di acquisto, se non il 70% delle ABSPP riconducibili al medesimo ISIN. In termini di idoneità vengono riconosciute ammissibili tutte quelle ABS con un rating minimo BBB o che siano anche caratterizzate da crediti deteriorabili, ma in questo caso è necessario un secondo rating almeno pari ad A-, dal momento in cui le ABS possono essere costituite da un pool più o meno esteso di crediti.

### **1.2.2 CBPP3**

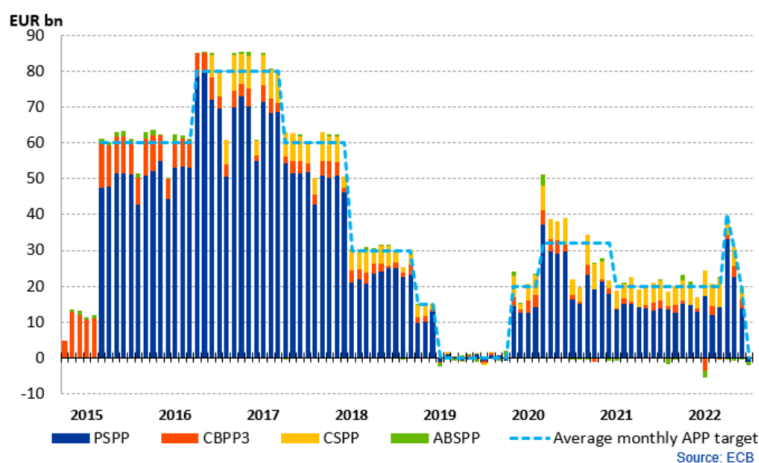
Il terzo Covered Bond Purchase Programme è un programma coincidente con l'acquisto di obbligazioni bancarie garantite. Si possono notare degli elementi di somiglianza con l'ABSPP in quanto il soggetto beneficiario dell'operazione è sempre la banca, la quale può aumentare e differenziare il suo paniere di disponibilità finanziarie al fine di creare nuovo credito in economia. Inoltre, è possibile mettere in evidenza anche in questo caso che la BCE può acquistare questi titoli sia sul mercato primario che sul secondario, in quanto vengono emessi da aziende di

credito; non sono previsti termini di maturità definiti e tantomeno limiti all'acquisto, se non il 70% dei bond caratterizzati dallo stesso ISIN. Il nome stesso di questo strumento che costituisce l'APP, riporta al fatto che seppur rientra nel paniere degli strumenti non convenzionali adottati dalla BCE, è già stato utilizzato negli anni precedenti, ovvero: nel Luglio del 2009 viene attuato per la prima volta un piano di CBPP (denominato appunto CBPP1), dove la BCE effettua nei dodici mesi successivi acquisti pari a 60 miliardi di euro con lo scopo di sostenere una modalità di finanziamento bancario colpito dalla crisi degli anni precedenti; nell'Ottobre del 2011 viene posto in essere un altro programma basato su obbligazioni bancarie garantite (che prende il nome di CBPP2) della durata di 12 mesi, acquistando complessivamente 40 miliardi di euro in titoli. In entrambi i casi la BCE ha deciso di mantenere nel proprio portafoglio questi titoli fino alla loro scadenza naturale. Un elemento che pone in risalto una differenza sostanziale fra le ABSPP e i CBPP è la loro natura: le ABS derivano da cartolarizzazioni, mentre i Covered Bond essendo delle obbligazioni garantite sono caratterizzate da un grado di liquidità e da un'affidabilità più elevata, dato che nel caso in cui la banca non riesca ad adempiere alle proprie obbligazioni, il creditore verrebbe soddisfatto attraverso la parte di attivo patrimoniale vincolata al rimborso e alla remunerazione del bond stesso.

### **1.2.3 CSPP**

Un altro strumento che va a costituire l'APP è rappresentato dal Corporate Sector Purchase Programme. In questo caso, a differenza degli strumenti trattati in precedenza, vengono acquistati titoli di società non operanti nel settore finanziario (servizi, telecomunicazioni e manifatturiero sono i settori dominanti). Oltre alla denominazione in euro del titolo, è necessario, dal momento in cui viene emesso da società private, che queste vengano valutate con un giudizio identificabile ad un "investment-grade" da almeno una delle agenzie di rating

più prestigiose. Anche in questo caso la BCE mantiene la sua coerenza nell'acquisto di CSPP in quanto è previsto il limite del 70% per ogni tipologia e ovviamente gli acquisti possono avvenire sia sul mercato primario che secondario, a patto che l'impresa non sia pubblica, in tal caso l'acquisto può essere effettuato solo nel mercato secondario rispettando l'art. 123 del TFUE. Gli acquisti sono effettuati da alcune BCN in relazione alla loro ubicazione geografica e il piano viene attuato a partire da Giugno 2016 fino al Giugno 2022, alternando periodi di acquisto con periodi di roll-over. Al termine del mese di Luglio 2022 il totale dei titoli delle società non bancarie detenuti dalla BCE risulta pari a circa 340 miliardi di euro, molti dei quali, come si può notare nel grafico 1, hanno caratterizzato in maniera sostanziale la prima parte dell'adozione dell'APP.



#### **1.2.4 PSPP**

Il Public Sector Purchase Programme corrisponde ad un programma di acquisto titoli nel settore pubblico. Gli acquisti vengono effettuati per un 10% dalla BCE e per la restante parte dalle BCN, rispettando il principio di condivisione del rischio; tendenzialmente le BCN acquistano titoli sovrani appartenenti alla loro giurisdizione, ma potrebbero acquistare titoli sovranazionali per assolvere al 10% di acquisti della BCE. Gli acquisti rispettano i criteri di capital key anche se è prevista una flessibilità in termini di reinvestimento dei titoli a scadenza, la quale potrebbe

causare scostamenti (dal criterio adottato) nel breve periodo. Oltre i titoli di stato nominali e inflation linked, fanno parte del PSPP anche obbligazioni emesse da governi regionali e locali, organizzazioni internazionali e banche multilaterali che appartengono alla zona euro. Dal momento in cui in oggetto sono presenti titoli di stato, la BCE può agire solamente nel mercato secondario (art. 123 TFUE). Il piano è stato attuato a partire da Marzo 2015 fino a Giugno 2022, dal momento in cui il PSPP inizialmente è stato adottato nella costituzione dell'APP e successivamente è andato a comporre il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme). Per far sì che la BCE acquisti titoli del tesoro è necessario che questi abbiano una vita residua compresa tra 1 e 30 anni e al tempo stesso non sono possibili acquisti superiori del 33% della singola emissione o acquisti che superino la medesima percentuale del debito pubblico. Inoltre, per non condizionare i prezzi sul mercato primario la BCE è tenuta a rispettare un "blackout period", nonché un'ulteriore restrizione che vieta l'acquisto dei titoli per un breve periodo di tempo.

### **1.3 ALTRI STRUMENTI NON CONVENZIONALI**

#### **1.3.1 Aste FRFA e operazioni TLTRO**

A differenza degli altri strumenti, le aste FRFA e le operazioni LTLRO derivano da misure utilizzate convenzionalmente da parte della BCE per la gestione della liquidità in economia. In maniera particolare si fa riferimento alle operazioni di mercato aperto, nonché al funzionamento delle aste e alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine. A partire dal 2008 viene fortemente modificato il sistema di attribuzione della liquidità nelle aste, seppur non in maniera definitiva. Per fronteggiare la crisi finanziaria vengono introdotte delle aste denominate Fixed Rate Full Allotment (FRFA) dove appunto è previsto il pagamento di un tasso di interesse fisso (relativamente basso, specialmente dal 2015 anno in cui si ha un  $i_{RP}$  pari a 0) senza limiti che

vertono sull'offerta di moneta; ovviamente è prevista la consegna dei collateral, i quali tipicamente sono titoli di stato, ma in uno scenario fiduciario e finanziario come quello del 2008 la BCE decide di accettare in garanzia anche titoli privati e obbligazioni delle stesse banche. Le Targeted Longer Term Refinancing Operation (TLTRO) fanno riferimento alle operazioni di rifinanziamento a lungo termine. In origine questa tipologia di prestito della liquidità viene istituita con una scadenza massima trimestrale, raggiunta la quale la BCE restituisce alla banca i titoli dati come collateral in cambio della liquidità prestata maggiorata dagli prestabiliti. Successivamente nel 2009 la scadenza di tale strumento viene estesa prima ad 1 anno e poi a 3 anni. Nel 2014, a seguito del susseguirsi delle diverse crisi, questo strumento subisce un'ulteriore variazione, in quanto alle banche viene riconosciuta una riduzione sul tasso d'interesse qualora la liquidità in oggetto venisse finalizzata in prestiti in economia (al netto dei mutui ipotecari).

### **1.3.2. NIRP**

Il Negative Interest Rate Policy è una politica monetaria posta in essere dalla BCE a partire dal 2014, la quale porta  $i_{Df}$  a livelli negativi. Questa decisione viene presa a seguito di una progressiva diminuzione dei prezzi che discosta la BCE dal raggiungimento del suo obiettivo (inflazione minore ma prossima al 2% nel medio periodo); pertanto la BCE abbassando ulteriormente i tassi di policy rende appetibili consumi e investimenti, disincentivando i risparmi. Un tasso negativo sui depositi comporta un aumento dei costi sostenuti per le singole banche (costo per il prestito della liquidità  $i_{Rp}$  e dei tassi negativi sui depositi  $i_{Df}$ ). Questa decisione di politica monetaria proviene dai complessi rapporti interbancari caratterizzati da carenza fiduciaria e da un aumento percettivo di rischio di controparte, che comporta un eccesso di liquidità detenuto dalle banche scaturendo una crisi di illiquidità in economia. Quindi la BCE tende a far scendere  $i_{Rp}$ , ciò significa

che il costo sostenuto dalle banche per finanziarsi si riduce (fino ad arrivare a 0 nel 2016, come si può notare nella tabella 1) e l'unico onere a carico della banca risulta il tasso negativo che grava sui depositi; per svincolarsi dal costo dei depositi, le singole banche dovrebbero collocare liquidità presso famiglie e imprese, che è ciò che preferisce la BCE per ottenere un aumento dei prezzi e raggiungere l'obiettivo principale. Inoltre, è da tenere in considerazione che la BCE a partire dal 2019 introduce il Two Tier System, strumento che prevede una remunerazione su due livelli rispetto ai depositi di liquidità in eccesso, dove si ottiene una remunerazione pari al tasso  $i_{Rp}$  (quindi nulla) per una quantità di liquidità pari a 6 volte la ROB, mentre la restante parte è sottoposta al minore tra 0 e  $i_{Df}$ . Quindi l'obiettivo principale del NIRP è eliminare il rischio percepito tra i soggetti in economia evitando una paralisi del sistema finanziario e stimolare l'economia, incentivando l'aumento dei prezzi. Al tempo stesso è importante tenere in considerazione possibili risvolti negativi che potrebbero derivare da questa decisione di politica monetaria: infatti è necessario individuare il limite inferiore dei tassi ufficiali, il quale coincide con il costo per la detenzione del contante (onere non facilmente quantificabile). Il limite inferiore, quindi, varia a seconda della realtà economica di riferimento. Nella area euro  $i_{Df}$  si è spinto fino a -0,50%, la banca centrale svizzera è arrivata fino al -0,75% e quella svedese a -1,25%. Oltrepassato tale limite sussiste il rischio di vanificazione dell'intermediazione del sistema finanziario dal momento in cui risulterebbe più conveniente detenere contante rispetto che depositarlo presso i c/c bancari. Brunnermeier e Koby, addirittura, nel 2019 sostengono che l'effetto espansivo conseguente alla diminuzione dei tassi di interesse è sottoposto ad un limite, il quale può essere anche superiore dello zero; al di sotto di quel limite la manovra di politica monetaria assume una connotazione restrittiva sull'offerta dei crediti dovuta dalla riduzione dei margini di intermediazione.

Date (with effect from)		Deposit facility	Main refinancing operations
			Fixed rate tenders Fixed rate
2022	14 Sep.	0.75	1.25
2022	27 Jul.	0.00	0.50
2019	18 Sep.	-0.50	0.00
2016	16 Mar.	-0.40	0.00
2015	9 Dec.	-0.30	0.05
2014	10 Sep.	-0.20	0.05
	11 Jun.	-0.10	0.15
2013	13 Nov.	0.00	0.25
	8 May.	0.00	0.50
2012	11 Jul.	0.00	0.75
2011	14 Dec.	0.25	1.00

Tabella 1; fonte:BCE

### **1.3.3 PEPP**

Il Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) è un programma di acquisto titoli temporaneo sviluppato a causa della crisi derivante dalla pandemia di Covid-19. Il piano viene attuato nel Marzo del 2020. La sua struttura è molto simile a quella dell'APP in quanto è caratterizzato dai medesimi strumenti seppur suscettibili di alcune variazioni: per quanto riguarda il PSPP e il CSPP, la scadenza massima rimane invariata (30 anni) mentre la vita residua minima necessaria è rispettivamente 70 e 28 giorni; per quanto riguarda l'ABSPP e il CBPP non sono previste scadenze. In termini di merito creditizio i requisiti rimangono invariati con l'aggiunta di una deroga sui titoli di stato greci (non acquistabili fino al Marzo 2020 dato il loro pessimo merito creditizio). Il criterio di ripartizione degli acquisti fra i paesi si basa ugualmente sul capital key, ma è prevista una flessibilità degli interventi tale da garantire stabilità nel settore finanziario. Inoltre, gli acquisti di tale programma non sono vincolati dal limite di acquisto

massimo del 33% per ogni singola emissione. Inizialmente il PEPP prevede un ampliamento del bilancio pari a 750 miliardi di euro, ma successivamente il piano viene esteso prima di 600 miliardi di euro e poi di ulteriori 500, raggiungendo complessivamente acquisti pari a 1850 miliardi di euro. È da considerare anche l'esistenza contemporanea dell'APP che subisce una nuova espansione. La BCE decide di terminare gli acquisti del PEPP nel Marzo 2022, quando a livello internazionale inizia ad affermarsi in maniera preponderante un rialzo dei prezzi; nonostante ciò, la BCE decide di non terminare bruscamente la propria politica monetaria espansiva per non stabilizzare il sistema finanziario caratterizzato da un elevato grado di liquidità, continuando la sua attività di roll-over fino al 2024.

## **1.4 EFFETTI E CRITICITÀ**

### **1.4.1 Effetti diretti**

L'APP è un programma caratterizzato da una forte impronta innovativa perché tipicamente la BCE concede liquidità attraverso prestiti con scadenze più o meno brevi, mentre in questo caso acquisisce a titolo definitivo le attività finanziarie, con assunzione del rischio, e agisce da prestatore di ultima istanza assicurando gli operatori economici. Gli strumenti utilizzati dalla BCE sono diversi e allo stesso tempo è la loro coesistenza che porta giovamento all'intero sistema economico e finanziario. Il TLTRO, come detto precedentemente, non permette solamente di prendere in prestito liquidità, ma è uno strumento che va a comporre il passivo dello stato patrimoniale delle singole banche a costi irrisori, qualora si vincolasse la liquidità. Questo è uno strumento di incentivazione del credito bancario e al tempo stesso porta a ridurre anche il costo degli altri strumenti, in particolare delle obbligazioni bancarie garantite. Se il TLTRO garantisce alla banca un costo minore, è necessario che le obbligazioni emesse siano caratterizzate da un tasso d'interesse più basso, altrimenti la loro emissione non sarebbe



conveniente per le banche. In maniera contrapposta, tuttavia con il medesimo obiettivo, il NIRP è uno strumento di penalizzazione in quanto le banche sono sottoposte ad un pagamento di un interesse per la mancata collocazione di liquidità presso gli operatori economici. Il ruolo di incremento e diversificazione delle fonti di finanziamento è svolto anche dall'ABSPP che permette la cartolarizzazione di prestiti e quindi la possibilità di fornire prestiti all'economia reale. L'APP influenza direttamente il rendimento dei titoli pubblici e privati in quanto un aumento della domanda di attività finanziarie determina un incremento dei loro prezzi; quindi, si ottiene una riduzione dei rendimenti che influenza tutto il mercato, caratterizzando un accesso al credito più agevolato (per far sì che aumentino consumi e investimenti, i quali sono componenti positivi della domanda aggregata). L'aumento dei prezzi delle attività finanziarie è subordinato anche alla tipologia di attività stesse, le quali potrebbero risultare difficilmente sostituibili da parte degli investitori (soprattutto istituzionali); un importante aumento della domanda dovuto da interventi di politica monetaria diminuisce il numero di titoli disponibili sul mercato, pertanto ci sarà un aumento del prezzo (e diminuzione dei rendimenti) correlato in maniera positiva con la rigidità della domanda di quell'asset. Quindi con un ingente quantitativo di liquidità immesso in economia, i rendimenti tendono ad avvicinarsi sempre di più al livello inferiore del corridoio dei tassi di policy, ovvero a  $i_{Df}$ .

#### **1.4.2 Effetti indiretti**

Gli acquisti relativi all'APP non condizionano solamente le attività oggetto del programma, bensì si ha una notevole variazione anche nei prezzi e rendimenti delle altre attività finanziarie nonostante possano essere di differente natura. Infatti, si ottiene un ribilanciamento del portafoglio degli operatori in quanto la BCE acquistando titoli sul mercato primario e secondario concede liquidità ad istituzioni, imprese e famiglie. Liquidità che può essere impiegata

incrementando consumi e investimenti o per acquistare altre attività finanziarie. Quindi stimolando la domanda globale si ottiene una riduzione del rischio di credito oppure acquistando attività che non fanno parte dell'APP si alza il prezzo stesso dell'asset finanziario (aumenta la domanda sul mercato dei titoli): in entrambi i casi i rendimenti diminuiscono. Per quanto riguarda il prezzo delle azioni questo può aumentare a causa di un accrescimento della domanda nel mercato azionario, ma non solo: infatti, l'aumento della domanda aggregata seguito da una ripresa economica può determinare un'aspettativa al rialzo degli utili, il che si va a riversare su un aumento dei prezzi delle azioni. In un contesto economico caratterizzato da tassi d'interesse ridotti, gli investitori sono incentivati a portare i loro capitali in paesi dove è presente una valuta differente dall'euro, ricercando rendimenti più elevati; di conseguenza si ha una variazione del tasso di cambio dovuta ad un eccesso di offerta di euro (rispetto alle altre valute) quindi un deprezzamento. Una svalutazione della moneta permette di essere più concorrenziali sul mercato, perciò aumentano gli export, nonché la produzione, agevolando la crescita dei prezzi. Secondo le stime effettuate dalla Banca d'Italia, l'euro, nei confronti dei principali partner commerciali, subisce un deprezzamento di circa 1% per ogni ampliamento di bilancio di 100 miliardi di euro, aumentando la propria competitività sui mercati internazionali del 6%. L'insieme degli strumenti adottati dalla BCE hanno l'obiettivo di agire in maniera sinergica al fine di creare dei circoli virtuosi da cui ne possa trarre beneficio l'intera euro-zona. La diminuzione dei rendimenti sul mercato, la liquidità concessa alle banche e agli stati permette di ottenere prestiti agevolati e riforme economico-sociali capaci di incrementare il tasso di occupazione, la produzione e permettere un ritorno rispetto alla riduzione dei prezzi nata negli anni precedenti. La BCE decide di interrompere il programma di acquisto nel 2018 dato il raggiungimento dell'inflazione target (come si evince dalla tabella 2); in seguito, il piano verrà ampliato a causa dello shock causato dalla pandemia da covid-19.

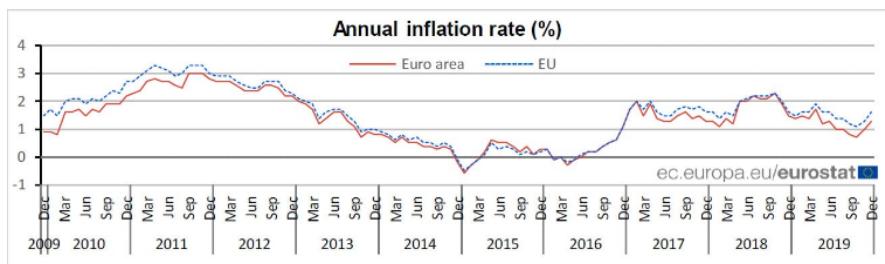


Tabella 2; fonte:Eurostat

### **1.4.3 Possibili criticità**

L'adozione dell'APP ha permesso il raggiungimento di un'inflazione prossima al 2%, ma al tempo stesso questo programma comporta dei rischi. Uno dei timori risiede in un importante impatto inflattivo dopo la ripresa economica, con la formazione di diverse bolle speculative; in questo frangente la BCE oltre all'aumento dei tassi potrebbe agire utilizzando degli strumenti di sterilizzazione della liquidità. Con l'APP viene attuata una balance sheet policy dove per spingere a ribasso i tassi di interesse viene utilizzata una politica monetaria basata sulle quantità; inoltre, la continuità e la regolarità con cui vengono effettuati gli acquisti condiziona il duration channel, nonché il rapporto rendimento-rischio delle AF sia pubbliche che non: infatti, è possibile un'assuefazione dei mercati specialmente da parte dei governi, i quali potrebbero continuare a finanziare il debito pubblico a costi irrisori, anziché risanare la struttura dei bilanci. In ogni caso, nei paesi europei, non si è mai verificata un'iperinflazione (o comunque inflazione molto elevata) derivante dal finanziamento del debito pubblico. Nei paesi dell'America latina sono state effettuate delle politiche di monetizzazione del debito pubblico, dove i finanziamenti eccedevano l'entità del debito stesso (scatenando un'iperinflazione); mentre negli ultimi anni nell'euro-zona i finanziamenti sono aumentati notevolmente ma restano comunque al di sotto del 33% del debito complessivo, quindi, la componente maggioritaria non è detenuta da operatori istituzionali. Di certo la BCE fungendo da prestatore di ultima istanza si accolla il rischio

relativo alla massa di AF acquistate; è vero anche che il ruolo della Banca Centrale dovrebbe essere quello di promuovere e preservare il sistema finanziario, quindi fronteggiare avversità eccezionali con strumenti non convenzionali.

## 2 BCE E FED: DIVERSITÀ E AFFINITÀ

### 2.1 LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DELLE DUE BANCHE CENTRALI

#### 2.1.1 Assetto istituzionale e organizzazione in Europa

La BCE fa parte del sistema europeo delle banche centrali (SEBC) insieme alle altre banche centrali dell'UE. La BCE è l'istituzione centrale dell'eurozona, la quale prende decisioni di politica monetaria, promuove il sistema dei pagamenti, mobilita le riserve ufficiali presso i suoi depositi e svolge dei compiti in materia di vigilanza degli istituti creditizi (dal 2014). Gli organi della BCE sono il consiglio esecutivo, il consiglio direttivo, il consiglio generale e il consiglio di vigilanza. Il primo di questi è composto, oltre che dal presidente e un suo vice, da 4 membri eletti dal parlamento europeo a maggioranza qualificata, i quali restano in carica per 8 anni. Il consiglio esecutivo si occupa di attuare la politica monetaria decisa in sede direttiva, prepara le riunioni del consiglio direttivo ed è responsabile degli affari correnti della BCE. Il consiglio direttivo è composto dal consiglio esecutivo e da ciascun governatore delle BCN che fanno parte dell'eurozona. Questo organo prende decisioni e formula la politica monetaria per la zona dell'euro (19 paesi) e assicura lo svolgimento dei compiti affidati alla BCE. Si riunisce 2 volte al mese a Francoforte sul Meno, ma valuta l'andamento monetario e macroeconomico ogni 6 settimane, quindi le riunioni rimanenti sono dedicate allo svolgimento di altri compiti e gestioni. È prevista una rotazione del diritto di voto per garantire un funzionamento efficiente dell'organo; tale diritto prevede una rotazione mensile e un totale di 14 voti (4 riservati ai primi 5 paesi ordinati per dimensione economica). Il consiglio generale a differenza del consiglio direttivo è composto anche dai governatori delle BCN che non fanno parte dell'eurozona e svolge le funzioni consultive della BCE, raccoglie informazioni e le rielabora, redigendo il rapporto annuale della BCE e decide i rapporti di cambio irrevocabili. Qualora tutti e 27 i paesi dell'UE adottassero l'euro come moneta unica comune, il consiglio generale verrebbe meno, in

quanto coinciderebbe con il consiglio direttivo: per questo è considerato un organo di transizione. Il consiglio di vigilanza è composto da un presidente, un vicepresidente (membro dell'organo esecutivo), 4 rappresentanti della BCE e un membro per ogni stato partecipante al meccanismo di vigilanza unico. Tale organo risulta competente nell'autorizzare lo svolgimento delle funzioni degli istituti creditizi, assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali oltre che presentare progetti di decisione al consiglio direttivo.

### **2.1.2 Assetto istituzionale e organizzazione in USA**

Il sistema delle banche federali statunitensi si suddivide in tre organi: il Board of Governors, il Federal Open Market Committee e le Federal Reserve Banks. I 7 membri del Board of Governors restano in carica per 14 anni, ma avviene un continuo ricambio dei governatori in quanto i loro mandati si rinnovano con un criterio di scaglionamento ogni 2 anni, mentre il presidente e il suo vice hanno un mandato di 4 anni. Il Board of Governors è un organo amministrativo che si occupa principalmente di promuovere gli obiettivi e adempiere alle responsabilità attribuite alla FED; inoltre, supervisiona e regola le operazioni realizzate dalle 12 banche federali ed esamina e approva i loro bilanci; si occupa della tutela dei consumatori e degli investitori attraverso una vigilanza sul mercato finanziario basata su principi di equità e trasparenza. Il Federal Open Market Committee (FOMC) è composto dai membri del Board of Governors e da altri 5 presidenti delle Reserve Banks; questo organo stabilisce e supervisiona la politica monetaria nazionale attraverso la conduzione delle operazioni di mercato aperto (principalmente) e della dimensione degli acquisti di attività, ma si occupa anche della comunicazione con il pubblico riguardo la politica monetaria che viene attuata (politica monetaria orale). Le 12 Reserve Banks possono essere considerate i bracci operativi del sistema federale, in quanto sono dislocate su tutto il territorio e devono rispettare l'indirizzo di politica monetaria stabilito dal FOMC. Ogni

banca federale è caratterizzata almeno da una filiale e da un consiglio di amministrazione composto da nove membri. Ogni banca federale può considerarsi una “bank for banks” in quanto eroga prestiti per garantire liquidità al sistema, promuove i servizi di pagamento, svolge le funzioni in materia di vigilanza per la tutela dei consumatori e supervisiona l’operato delle banche commerciali. Da un punto di vista strutturale emergono delle similitudini tra FED e BCE in quanto sia il consiglio esecutivo che il Board of Governors sono degli organi di raccordo con i principali enti politici in quanto i membri vengono rispettivamente eletti dal parlamento europeo e nominati dal presidente degli USA (e confermati dal senato). Al tempo stesso le banche federali possono essere paragonate alle BCN dal momento in cui entrambe svolgono attività di vigilanza e controllo presso gli istituti creditizi in territori circoscritti. Nonostante ciò, possiamo individuare anche alcune diversità che contraddistinguono le due banche centrali. Innanzitutto, è necessario ricordare che la BCE è un organo sovranazionale che attua una politica monetaria unica in un contesto politico frammentato; ciò significa che non esiste una politica fiscale unitaria che agisce in via parallela a sostegno della politica monetaria e che i paesi dell’eurozona sono caratterizzati da bisogni eterogenei. Per quanto riguarda la FED il concetto è completamente opposto, in quanto gli USA sono una repubblica federale e dipendono dalla politica fiscale di cui il Presidente degli USA ne è il vertice; pertanto, la FED tiene conto di un sistema economico che al suo interno è omogeneo. Di conseguenza anche gli obiettivi sono differenti. La BCE ha come obiettivo principale la stabilità dei prezzi, la quale aspira ad un tasso di inflazione del 2% nel medio termine. La FED dal momento in cui è sostenuta da una politica fiscale, converge ad uno sviluppo economico raggiungibile con l’adempimento di diversi obiettivi: la stabilità dei prezzi, massimo livello dell’occupazione, contenimento della volatilità dei tassi d’interessi a lungo termine, stabilità del tasso di cambio e stabilità del sistema finanziario.

## **2.2 DIFFERENTI EVOLUZIONI DEL QE**

### **2.2.1 Il QE in USA**

La FOMC decide di intervenire tempestivamente con un primo QE al termine del 2008 per tentare di risollevarlo il sistema economico dopo lo scoppio della bolla immobiliare. La FED, quindi, attua un ampliamento del bilancio nei due anni successivi pari a circa 1700 miliardi di dollari, di cui un 70% dedicato a operazioni di Mortgage Backed Securities (MBS), mentre la parte residua a debito di agenzia e titoli del tesoro. Attraverso le MBS la FED trasmette fin da subito le sue intenzioni, ossia ripulire i bilanci delle banche commerciali caratterizzati da crediti deteriorati (detti anche tossici) dietro la garanzia del tesoro americano. Ovviamente attraverso questo acquisto massiccio di attività si ha l'obiettivo di incentivare le banche alla concessione dei prestiti dal momento in cui i rendimenti hanno subito delle riduzioni importanti. Nell'Agosto del 2010 la FED annuncia l'intenzione di mantenere costanti le partecipazioni, quindi di rinnovarle a scadenza. Da Dicembre 2010 fino al Giugno successivo viene attuato un secondo QE con l'obiettivo di sostenere ed incentivare la domanda aggregata. Il QE1 non ha raggiunto gli obiettivi sperati: infatti la maggior parte della liquidità in mano alle banche non è stata trasformata in credito, ma è andata a costituire riserve bancarie, a causa del grande clima di sfiducia. Pertanto, la FED decide di acquistare circa 75 miliardi di dollari al mese di titoli del tesoro a lungo termine negli otto mesi successivi, continuando a reinvestire i titoli a scadenza. Nel 2011 il FOMC annuncia l'estensione della scadenza media delle partecipazioni in titoli: infatti, viene attuato l'Operation Twist, dove vengono venduti titoli con scadenza minore di 3 anni per acquistare titoli (per la stessa quantità, ossia per 400 miliardi) con scadenza compresa tra 6 e 30 anni. Da Settembre 2012 fino a Ottobre 2014 la FED acquista complessivamente ulteriori 790 miliardi di dollari di titoli del tesoro e 820 miliardi di dollari di MBS. Questo intervento è stato attuato per raggiungere degli obiettivi in termini occupazionali, mettendo in



secondo piano i rischi inflativi: infatti, si è ricercata un'incentivazione del credito immettendo molta liquidità nel mercato e abbassando il livello generale dei tassi di interesse, si è cercato di stimolare consumi e investimenti, quindi di aumentare posti di lavoro. Nel 2017 la FED decide di iniziare a normalizzare il bilancio, espanso dal 2008 per un quantitativo di 4000 miliardi di dollari, diminuendo in maniera graduale il reinvestimento dei titoli a scadenza. Nel 2020 con l'avvento del Covid-19, il FOMC comunica la costituzione di un ulteriore QE dedicato al sostegno dalla crisi pandemica senza la previsione di un tetto quantitativo per l'acquisto di attività. Nel grafico 2 viene messo in evidenza l'entità dei programmi attuati; la FED nel corso di 8 anni ha ampliato il suo bilancio per circa 8000 miliardi di dollari, in quanto in assenza di crisi (2007) il totale della sua situazione patrimoniale risulta in prossimità di 1000 miliardi di dollari.

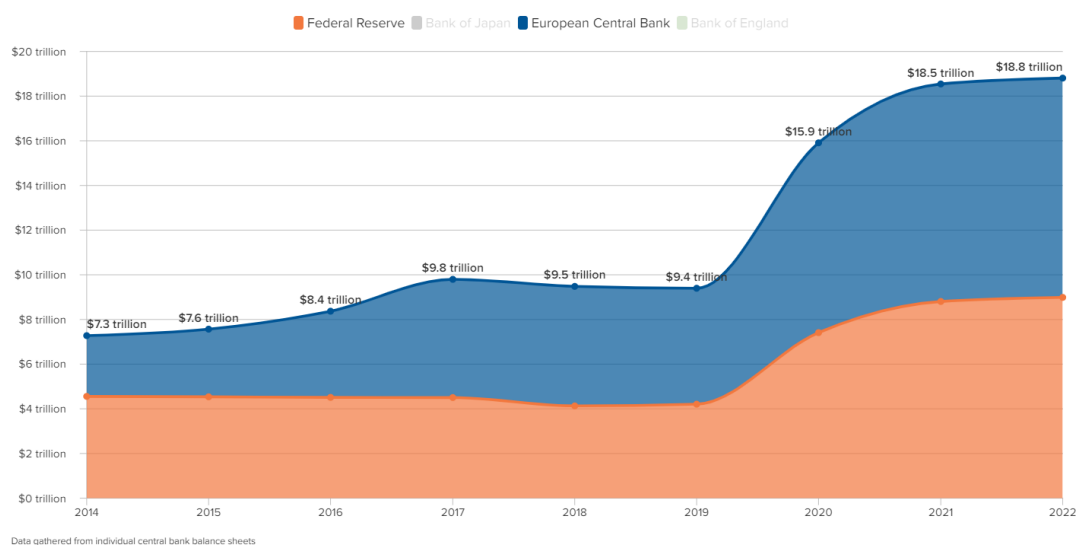


Grafico 2

### 2.2.2 Il QE in Europa

Il QE per definizione corrisponde ad un allentamento quantitativo e viene utilizzato come strumento di politica monetaria espansiva per far fronte a situazioni eccezionali. La BCE, a differenza della FED, attua un QE ben definito in quanto è riconducibile ad operazioni ben

delineate, come l'APP, nonché un Programma di Acquisto Attività, a sua volta composto da ulteriori programmi. La BCE attua tale programma in ritardo rispetto alle effettive necessità economico-finanziarie (data la presenza nella zona-euro di una recessione accompagnata da una deflazione) e nel frattempo è stato possibile notare gli effetti nelle altre economie, in quanto in Inghilterra e negli Usa precedentemente sono stati adottati dei QE dalle rispettive banche centrali. Al tempo stesso l'APP è un programma d'acquisto caratterizzato da una continuità e una permanenza costante nei mercati finanziari (viene costituito nel 2015 e terminato nel 2019, poi esteso a causa della crisi pandemica), a differenza di quello statunitense che viene attuato in periodi circoscritti e ripreso ad intermittenza nel corso degli anni. Al termine del 2014 la BCE comunica l'attuazione dell'APP a partire dall'anno successivo fino a Settembre 2016 attraverso degli acquisti di 60 miliardi di euro al mese; poi durante la realizzazione del piano la BCE, considerando le incertezze sul sistema economico decide gradualmente di ampliare il piano (sia da un punto di vista temporale che quantitativo) fino al 2019, estendendolo per periodi mensili, più o meno prolungati, con acquisti prima di 80 miliardi di euro, poi 60 e 20. Dal 2015 al 2019 la BCE ha stanziato una liquidità aggiuntiva per oltre 2000 miliardi di euro attraverso l'APP, poi ampliato successivamente di 120 miliardi di euro con l'avvento della crisi pandemica. Per affrontare quest'ultima, la BCE predispone un ulteriore programma d'acquisto mirato per tale avversità: il Pandemic Emergency Purchase Programme. Il PEPP permette un'ulteriore espansione del bilancio della BCE in quanto vengono acquistati prevalentemente titoli di stato per un totale di 1850 miliardi di euro. Dal momento in cui la BCE predilige un obiettivo di natura inflazionistica, nel 2022 con l'aumento dei prezzi sul mercato e con l'invasione russa dell'Ucraina (che determina un aumento dei prezzi delle materie prime), decide di porre fine ai programmi di acquisto attività, mantenendo costante la quota da reinvestire a scadenza e programmando un tapering graduale per non spiazzare i mercati e vanificare la ripresa economica ottenuta negli anni precedenti.

## 2.3 TAPERING

### 2.3.1 Strategia per uscire da un programma acquisto attività

La fase di tapering si riferisce ad una politica monetaria che tende a ridurre le quantità dei titoli che la banca centrale deve acquistare seguendo un QE. Il tapering, quindi, risulta essere un primo strumento che viene attuato una volta raggiunti obiettivi che garantiscono una stabilità economica e finanziaria. La fase di tapering differisce con il quantitative tightening, il quale prevede un importante drenaggio di liquidità, quindi è un programma inverso rispetto al QE. Quest'ultima restrizione quantitativa è necessaria se si ritiene che l'eccesso di liquidità possa aumentare le spinte inflazionistiche dovute ad una ripresa economica, ma al tempo stesso l'attuazione di questo strumento esplicita un'inversione di marcia significativa. Per questo è necessario individuare il periodo più appropriato per attuarla, in quanto sussiste la possibilità di vanificare i risultati ottenuti o di ritornare ad un periodo recessivo. È rilevante attuare una "exit strategy" graduale e di conseguenza tenere in considerazione le diverse condizioni finanziarie innescate dal QE: infatti, le banche godono di un grado di liquidità elevato, a differenza dei periodi di "normalità" dove la liquidità era limitata e concessa mediante aste. In quel caso, per assicurare un grado di liquidità opportuno al sistema economico si rivelava fondamentale la sinergia tra l'offerta di liquidità e la gestione del corridoio dei tassi di policy. Negli ultimi anni, invece, si può parlare di "decoupling principle", ovvero l'attuazione del QE ha fatto sì che i tassi di interesse scendessero a livello floor del corridoio dei tassi, rendendo possibile un disaccoppiamento tra la liquidità offerta sul mercato e i tassi di policy. Drenare liquidità dal sistema risulterebbe un metodo relativamente pesante che rischierebbe di spiazzare gli operatori, mentre alzare i tassi  $i_{Rp}$  e  $i_{Df}$  potrebbe corrispondere al giusto compromesso per comunicare al mercato le reali intenzioni di uscita dal QE da parte della banca centrale.

### **2.3.2 Le decisioni prese da BCE e FED con l'avvento dell'inflazione**

La BCE dopo aver stanziato circa 1850 miliardi con il PEPP al termine del 2022 decide di chiudere il programma e continuare il sostenimento dell'espansione economica con il proseguimento dell'APP attraverso l'acquisto di titoli per 20 miliardi di euro al mese (finché necessario) oltre al roll-over dei titoli già detenuti, ossia il reinvestimento dei titoli a scadenza. Quindi a partire dall'inizio del 2022 viene attuata la fase di tapering, diminuendo gradualmente gli acquisti mensili e terminando il programma di acquisto nel secondo trimestre. In ogni caso, secondo le dichiarazioni della Lagarde la fase di roll-over permarrà fino al 2024, dal momento in cui nei mesi successivi all'avvio del tapering vengono alzati i tassi di policy. L'avvio di una politica monetaria restrittiva è vincolato al raggiungimento dell'inflazione target nell'eurozona; dal momento in cui nel 2022 il sistema economico si presenta con un'inflazione mensile quasi galoppante, inevitabilmente la BCE decide di ricorrere ai ripari aumentando i tassi di policy di 50 punti base. Tale aumento, che non si verificava da oltre dieci anni, determina un ritorno di  $i_{Df}$  in zona positiva, uscendo così dalla politica del NIRP. Nei due mesi successivi la BCE, come da dichiarazioni, aumenta nuovamente i tassi, ma di 75 punti base. Un tale aumento che non si verificava dal 1999. Queste importanti dichiarazioni e azioni poste in essere dalla Lagarde mettono in evidenza la criticità della situazione macroeconomica in termini inflativi perché un aumento dei tassi con un'inflazione galoppante, rischia di far cadere in recessione l'intero sistema economico, specialmente in mancanza di una politica fiscale comune. Tuttavia, l'inflazione non preoccupa solamente l'Eurotower, bensì le prime politiche restrittive arrivano dagli USA. Con l'istituzione di molteplici QE nel corso degli anni, il FOMC si presenta come un organo senza timore di aumentare e troncane le quantità della liquidità sul mercato e un'ulteriore conferma viene data dalle decisioni prese nel secondo semestre del 2021.

L'inflazione galoppante fa da catalizzatore dei tempi della exit strategy della FED, la quale al termine del 2021 attua il tapering e lo porta a termine nel Marzo successivo. Nel frattempo, a Gennaio comunico un aumento dei tassi di policy, che avviene prima a Marzo di 25 punti base, poi a Maggio di 50 punti base. È palpabile la politica aggressiva statunitense contro l'inflazione quando nei mesi di Giugno, Luglio e Settembre vengono attuati altri tre rialzi, tutti di 75 punti base; tale incremento complessivo non si verificava da decenni. Certamente la FED nel 2022 si pone obiettivi in termini inflativi per non incorrere in una fase recessiva. Nei primi due quadrimestri del 2022 si può notare una diminuzione del PIL negli USA prima dello 0,6% e poi del 1,6%, quindi tecnicamente l'economia statunitense potrebbe considerarsi in recessione, anche se economisti come Jared Bernstein sostengono che non è possibile parlare di recessione in uno scenario caratterizzato da un incremento occupazionale.

## **2.4 FORWARD GUIDANCE (FG)**

### **2.4.1 Forward guidance come catalizzatore della politica monetaria**

Negli ultimi decenni la tecnologia ha subito delle innovazioni considerevoli, in particolare con lo sviluppo di internet e dei social media, mezzi che rendono possibile la comunicazione istantanea tra soggetti e quindi aumentano in maniera esponenziale lo scambio di informazioni in tempo reale. La forward guidance (FG) si basa sull'aspetto comunicativo che viene adottato dalle banche centrali. È uno strumento emerso negli ultimi anni e diffuso all'interno degli organi di governo con l'obiettivo di calmierare i mercati. La FG viene anche denominata come politica monetaria orale dal momento in cui permette di amplificare l'efficacia degli strumenti attuati dalla BC attraverso dichiarazioni degli organi competenti; si basa sulla trasparenza e sulla comunicazione e viene utilizzata con lo scopo di influenzare le aspettative e il comportamento degli operatori al fine di indirizzarli verso gli obiettivi della politica monetaria. In maniera più

analitica la FG può far riferimento all'orientamento della politica monetaria che verrà attuata, ai risultati che la BC vuole conseguire o più precisamente al mantenimento (quindi al periodo temporale) di una determinata politica, piuttosto che alla quantità in riferimento a dei programmi di acquisto attività. L'efficacia della FG deve considerare anche i suoi potenziali risvolti negativi: qualora le indicazioni prospettiche non fossero convincenti, il mercato non seguirà le tendenze della BC o, nello scenario peggiore, qualora non venissero rispettate le dichiarazioni rilasciate si potrebbe verificare un disancoraggio delle aspettative da parte degli operatori (la BC perde credibilità) con un affievolimento dell'efficacia delle politiche monetarie. Pertanto, le diverse BC devono comunicare le proprie intenzioni equilibrando trasparenza e ambiguità, in maniera da garantirsi un grado di flessibilità sulle decisioni future e al tempo stesso essere convincenti.

#### **2.4.2 L'utilizzo della forward guidance da parte di BCE e FED**

La FED è stata una delle prime banche centrali ad adottare la politica monetaria orale per ottenere dei risultati accomodanti da parte del mercato. La FG in USA inizia ad essere utilizzata nei primi anni 2000, ma assume un'importanza notevole con l'avvento della crisi del 2008, quando il FOMC dichiara: "likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for some time". Questa dichiarazione assume un'importanza rilevante in quanto a seguito della crisi, il sistema economico viene bombardato di liquidità e di conseguenza i tassi scendono vertiginosamente, creando una situazione di trappola della liquidità, nella quale viene messo in risalto il rischio di non riuscire ad implementare la politica espansiva. Pertanto, attraverso delle indicazioni prospettiche sul mantenimento dei tassi a medio-lungo termine ad un livello basso, la FG del presidente della FED Bernanke (2006-2014) condiziona le aspettative degli operatori sul mercato agendo come un vero e proprio strumento di politica monetaria. Indicazioni

prospettive di genere opposto provengono dal presidente Powell (2018- ) al termine del 2021, che afferma in maniera esplicita la necessità di terminare le operazioni di politica monetaria espansiva attuando prima la fase di tapering e in maniera successiva un rialzo dei tassi, dato il robusto tasso di occupazione e l'inflazione galoppante. A Marzo dopo il primo rialzo, Powell dichiara che i tassi nei mesi successivi verranno aumentati più velocemente, quindi queste indicazioni prospettive risultano fondamentali per non destabilizzare gli operatori economici.

L'utilizzo della FG da parte della BCE, invece, è riconducibile dal 2012 con il famoso "whatever it takes" del presidente Mario Draghi (2011-2019). Nel Luglio del 2012 i saldi T2 e gli spread tra paesi europei sono elevati al punto da mettere a rischio l'integrità dell'eurozona. In quel caso attraverso delle forti dichiarazioni del presidente della BCE è stato possibile riassorbire le distanze tra i diversi saldi. È importante tenere in considerazione che l'efficacia delle dichiarazioni dipende anche dai dettagli che vanno a caratterizzare un intervento di FG; nel caso del "whatever it takes" si ottiene una grande risposta del mercato perché il vertice della BCE si presenta alla Global Investment Conference di Londra con un pubblico composto dai più grandi manager e agenzie di investimento d'Europa e con tono chiaro e determinato il presidente Draghi esplicita le intenzioni della BCE di preservare l'euro ad ogni costo. Dichiarazioni opposte vengono rilasciate dalla Lagarde (2019- ) la quale nel Marzo 2020 sostiene che ridurre gli spread non è compito della BCE, di conseguenza i mercati reagiscono perdendo un 17% al termine della giornata; ovviamente la stessa presidente ha provveduto a rettificare le sue dichiarazioni nei giorni successivi, tranquillizzando sia gli stati che i mercati. Le ultime dichiarazioni da parte della BCE per quanto riguarda la fase restrittiva dovuta dalla presenza dell'inflazione sembrano chiare: l'APP verrà reinvestito integralmente a scadenza durante l'aumento dei tassi di policy, mentre con il PEPP si proseguirà la fase di roll-over fino al 2024.

## CONCLUSIONI

Una differenza sostanziale tra Europa e USA risiede nel metodo di approvvigionamento di liquidità da parte delle imprese. In Europa vige un sistema bancocentrico, dove le aziende di credito non solo gestiscono la liquidità dei risparmiatori ma al tempo stesso erogano prestiti a famiglie e imprese (mentre in USA le imprese si finanziano principalmente attraverso il mercato). Questa duplice funzione permette alle banche di assumere un ruolo fondamentale nella trasmissione della politica monetaria, dal momento in cui perdere credibilità nei confronti del sistema finanziario o addirittura raggiungere una disintermediazione finanziaria recherebbe dei danni devastanti all'intero sistema economico. Sicuramente l'assetto dell'intero sistema finanziario e le grandi avversità affrontate da una "neonata" banca centrale hanno comportato dei ritardi nell'attuazione di alcune operazioni innovative. Tuttavia, la BCE è stata in grado di contrastare delle situazioni straordinarie mettendo in atto un paniere di strumenti non convenzionali creati ad hoc. L'APP ha permesso di immettere nel sistema una quantità ingente di liquidità, agendo su tutti i soggetti in economia: l'acquisto dei titoli ha coinvolto in primo luogo gli stati, che hanno potuto aumentare il loro debito pubblico a costi moderati; in secondo luogo le banche, attraverso l'acquisto di obbligazioni garantite e attraverso i programmi di acquisto basato sulle cartolarizzazioni; in terzo luogo, è stato coinvolto anche il settore privato, il quale ha potuto godere del CSPP; infine, sono state prese in considerazione anche le famiglie in possesso di titoli, i quali sono stati oggetto di un aumento dei prezzi, quindi hanno determinato un aumento della ricchezza dei propri detentori (oltre alla diminuzione dei tassi che ha incentivato consumi e investimenti). Per uscire dalla crisi della deflazione non è stato utilizzato solo l'APP, ma in sede valutativa è emerso che i diversi strumenti non convenzionali di politica monetaria hanno scaturito delle sinergie tali da ottenere un riscontro positivo nel mercato e permettere una ripresa economico-finanziaria: ad esempio in assenza dell'APP, il NIRP avrebbe



dovuto raggiungere il -2% (sui tassi  $i_{Df}$ ), oppure l'utilizzo del TLTRO ha contribuito alla riduzione dei rendimenti sulle obbligazioni bancarie. In ogni caso la BCE si trova con degli strumenti in grado di far fronte a crisi finanziarie, fiduciarie e di liquidità. L'impronta della politica monetaria non convenzionale è evidente e se il disaccoppiamento tra offerta di moneta e tassi di policy risulta essere efficace come si pensa, con fatica la BCE riuscirà a normalizzare il bilancio diminuendo le sue partecipazioni. In questo caso si apre un possibile scenario sulla concezione di debito europeo. La certezza è l'esistenza di una forte domanda verso questa tipologia di titoli, dal momento in cui l'UE e gli organi che la compongono trasmettono solidità e affidabilità e al tempo stesso si crea la possibilità di far convergere una quota delle entrate fiscali nazionali all'interno di un'istituzione europea. La proposta si baserebbe sulla costituzione di una Agenzia europea per il debito, dove la stessa acquisterebbe titoli del debito pubblico nazionale, finanziandosi con l'emissione di debito effettuato dall'agenzia stessa; poi i titoli nazionali verrebbero sostituiti con dei contributi da pagare basati sul tasso di crescita del paese e sul debito pubblico. In questo modo si otterrebbero premi di liquidità e di affidabilità, dati dalla credibilità dell'istituzione europea e dalla sua enforcement capacity verso i paesi membri. Il principale problema resta la mutualizzazione del debito che viene contrastata dai paesi più virtuosi. In alternativa sono state formulate delle proposte basate su dei sistemi assicurativi per il debito pubblico nazionale. Il sistema di assicurazione sarebbe attuato con l'utilizzo dei credit default swap, con premio pagato dal singolo stato ad un'istituzione già presente come il MES, la quale si impegna a remunerare chi ha sottoscritto il titolo nel caso in cui lo stato risulti inadempiente. Secondo Minenna in un periodo temporale decennale i rischi degli stati tendono a convergere, così come l'entità del premio da pagare, avvicinandosi sempre di più alla nascita di un titolo di debito europeo, una mutualizzazione dei rischi e una politica fiscale unitaria.

## BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini P. (2021), *Economia e politica della moneta. Nel labirinto della finanza*, Il Mulino, Bologna, terza edizione
- Baglioni A., (2021), *"Fed, una exit strategy rassicurante"*, Lavoce.info
- BCE - Consiglio Direttivo, (2015), *"Decisione (UE) 2015/774 della Banca Centrale Europea del 4 marzo 2015 su un programma di acquisto di attività del settore pubblico sui mercati secondari"*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea
- Cottarelli C., Galli G., Tucci F., (2020), *"Che fine ha fatto la liquidità immessa dalle banche centrali?"*, Osservatorio CPI
- Cova P., Ferrero G., (2015), *"Il programma di acquisto di attività finanziarie per fini di politica monetaria dell'Eurosistema"*, Questioni di Economia e Finanza n.270, Banca d'Italia
- D'amico L. et al., (2022), *"Riformare il sistema fiscale europeo: la gestione del debito"*, Lavoce.info
- Favero L., Liaci S., (2021), *"Un aggiornamento sul debito pubblico acquistato dalla BCE"*, Osservatorio CPI
- Frattola E., (2020), *"Come funzionano gli acquisti di titoli pubblici della BCE?"*, Osservatorio CPI
- Fratzscher M., (2015), *"Gli inconvenienti della Forward Guidance"*, Il Sole 24 Ore
- Hamau R., (2022), *"Quo vadis, BCE?"*, Lavoce.info
- Minenna M., (2021), *"La Bce tra tassi negativi e tassi duali: sussidi per le banche ma poco credito in più per l'economia"*, Il Sole 24 Ore
- Minenna M., (2018), *"Italia-Germania, soluzioni condivise per riformare l'euro"*, Il Sole 24 Ore
- Nasti S., Pasqualone F., (2020), *"Le misure di politica monetaria dell'Eurosistema in risposta all'emergenza causata dalla pandemia di Covid-19 e il contributo della Banca d'Italia"*. Note Covid-19 Banca d'Italia
- NBER – Bocconi University, (2018), *"Europe and euro. Financial stability and growth: the role of the euro"*. Conferenza di Mario Draghi, Milano
- Peltoniemi T., (2014), *"ABSPP and CBPP3. Overview of the Eurosystem assetpurchase programmes and their implementation"*. Francoforte sul Meno
- Porta A., (2021), *"Cambio di rotta per la BCE?"*, Lavoce.info
- Porta A., (2022), *"La Bce in un periodo di fuoco sui mercati finanziari"*, Lavoce.info
- Saraceno F., Favero C., Amato M., (2022), *"Debito dell'Eurozona: collaborare senza mutualizzare è possibile"*, Lavoce.info
- Valsania M., (2020), *"Fed:Qe illimitato contro le devastazioni economiche e finanziarie del coronavirus"*, Il Sole 24 Ore

## SITOGRAFIA

Sito Banca d'Italia	<a href="http://www.bancaditalia.it">www.bancaditalia.it</a>
Sito Banca Centrale Europea	<a href="http://www.ecb.europa.eu">www.ecb.europa.eu</a>
Sito FED	<a href="http://www.federalreserve.gov">www.federalreserve.gov</a>
Sito FED (New York)	<a href="http://www.newyorkfed.org">www.newyorkfed.org</a>
Sito Parlamento Europeo	<a href="http://www.europarl.europa.eu">www.europarl.europa.eu</a>