



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE**  
**FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**LA GRANDE RECESSIONE, LE MISURE ADOTTATE DALLA  
BCE E DALLA FED PER SALVARE L'ECONOMIA**

**THE GREAT RECESSION, THE MEASURES ADOPTED BY ECB AND FED TO SAVE  
THE ECONOMY**

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Roberto Fortuni

Anno Accademico 2020/2021



*Alla mia famiglia*

*Desidero ringraziare innanzitutto la relatrice di questa tesi, la professoressa Giulia Bettin per la disponibilità dimostratami durante la stesura dell'elaborato.*

*Ringrazio la mia famiglia per il sostegno ed il supporto che mi dimostrano ogni giorno, per aver sempre creduto nelle mie capacità e per avermi sempre appoggiato nelle decisioni più importanti.*

*Ringrazio infine i miei amici, per l'affetto che mi hanno dimostrato e per avermi reso entusiasmante questo percorso universitario.*

## INDICE

Introduzione .....	4
Capitolo 1 L'inizio della crisi finanziaria e gli interventi della Fed .....	5
1.1 Le origini della crisi finanziaria.....	5
1.2 Il peggioramento della crisi e il fallimento della Lehman Brothers ....	8
1.3 Le politiche monetarie adottate dalla Federal Reserve .....	10
1.4 I risultati delle misure adottate e la pianificazione dell'exit strategy...	19
Capitolo 2 La reazione della Banca Centrale Europea alla crisi finanziaria ..	23
2.1 L'inizio della riduzione dei tassi di interesse nell'Eurozona .....	23
2.2 Le politiche monetarie adottate dalla Banca Centrale Europea .....	25
2.3 Confronto tra le politiche monetarie adottate dalla Fed e dalla Bce .....	28
2.4 I risultati delle politiche monetarie adottate nell'Eurozona .....	32
Conclusione.....	34
Bibliografia.....	35
Sitografia .....	36

## **INTRODUZIONE**

Ad oggi, a prescindere dall'attuale crisi dovuta dall'emergenza sanitaria, secondo molti economisti stiamo ancora subendo le conseguenze economiche negative derivanti dalla grande recessione che colpì tutto il mondo a partire dall'estate del 2007.

Le più importanti Banche Centrali (BC) al mondo, tra cui la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea, nonostante intervennero in ritardo, adottarono misure senza precedenti per evitare un ulteriore peggioramento della crisi.

Questi temi sono oggetto di studio della seguente tesi che viene articolata in due capitoli.

Nel primo capitolo verranno trattate le cause che hanno dato origine alla crisi, le politiche monetarie adottate dalla Federal Reserve e i risultati che queste hanno prodotto.

Nel secondo capitolo, si illustrerà la diffusione della crisi in Europa, le misure adottate dalla Banca Centrale Europea per contrastarla ed infine si andrà ad analizzare differenze e similitudini tra le misure non convenzionali introdotte dalla Fed e quelle introdotte dalla Bce.

Infine si illustreranno i risultati delle politiche monetarie adottate dalla Banca Centrale Europea.

## **Capitolo 1**

# **L'INIZIO DELLA CRISI FINANZIARIA E GLI INTERVENTI DELLA FED**

### **1.1 Le origini della crisi finanziaria**

Dopo un triennio di crescita economica elevata in quasi tutte le economie globali, nell'estate del 2007 ebbe inizio la crisi dei mercati finanziari.

Le origini della crisi finanziaria vanno ricercate nel segmento di mercato dei mutui *subprime*, la crisi ebbe inizio nel 2006 negli Stati Uniti. Per mutui *subprime* intendiamo mutui concessi a clienti definiti ad alto rischio; il nome di questi prestiti deriva dal fatto che essendo concessi a persone non affidabili da un punto di vista finanziario, senza garanzie adeguate e con una storia creditizia non idonea, sono definiti di qualità non primaria, rispetto ai mutui concessi ad individui con garanzie sufficientemente adeguate.

Nel 2003 ci fu un forte aumento dell'erogazione di questi mutui rischiosi, in quanto grazie alle politiche monetarie espansive adottate dalla Federal Reserve (Fed), che portarono ad una diminuzione dei tassi di interesse, aumentò in maniera significativa la domanda di credito per l'acquisto di abitazioni, generando una bolla nel mercato immobiliare.

Questa tipologia di mutui era caratterizzata dal fatto che inizialmente erano a tasso fisso, ma dopo un certo periodo di tempo si trasformavano in mutui a tasso variabile.

Approfittando del mercato immobiliare in bolla, gli intermediari finanziari accettarono di concedere mutui rischiosi in quanto, nel caso di insolvenza del debitore, avrebbero potuto facilmente recuperare le somme prestate pignorando le abitazioni, per poi rivenderle anche ad un prezzo maggiore.

Un'altra causa che spiega la maggiore erogazione dei mutui *subprime* è la crescita delle operazioni di circolarizzazione; quest'ultime consistevano nella possibilità che avevano le banche di trasformare i mutui in titoli per poi venderli nel mercato mobiliare. Così facendo le banche si disinteressavano della solvibilità finanziaria dei debitori in quanto, cedendo questi titoli, cedevano il rischio connesso alla loro insolvenza.

I titoli in questione, garantendo una remunerazione di molto superiore rispetto a quella dei titoli di Stato ed essendo valutati come titoli sicuri dalle agenzie di *rating*, che assegnarono punteggio massimo a questi titoli, si diffusero rapidamente in tutto il mondo.

Il problema strutturale di fondo, che permise il crearsi di tutto questo sistema, trova risposta nella deregolamentazione continua degli istituti di credito che si ebbe nei decenni precedenti allo scoppio della crisi, oltre che alle agenzie di rating non del tutto indipendenti nell'esprimere un giudizio in quanto finanziate dalle banche d'investimento statunitensi.



Finché la Fed tenne bassi i tassi di interesse tutto il meccanismo funzionò alla perfezione, ma non appena quest'ultima, successivamente ad un'espansione dell'economia, innalzò i tassi di interesse, iniziò il tracollo.

Molti individui, con l'innalzarsi dei tassi di interesse, diventarono insolventi in quanto non riuscirono più a onorare le rate dei mutui, divenute sempre più onerose. Inoltre, l'aumento dei tassi di interesse, ebbe conseguenze dirette sulla domanda degli immobili, che crollò inesorabilmente provocando una caduta del valore di quest'ultimi.

Gli istituti di credito, per recuperare le risorse finanziarie prestate, iniziarono a pignorare le abitazioni, ma essendo crollato il loro valore, si ritrovarono con immobili invenduti e dal valore praticamente nullo rispetto a quello che doveva essere recuperato; tutto ciò provocò gravi perdite nel bilancio delle banche.

Con lo scoppio della bolla nel mercato immobiliare, le agenzie di rating declassarono i titoli cartolarizzati che vennero definiti *junk bond* (titoli spazzatura). In seguito al declassamento, questi titoli diffusi in ormai tutto il globo persero valore e diventarono illiquidi, in quanto nessun investitore fu più disposto ad acquistarli.

Ci fu una crisi di fiducia tra le banche; ogni singolo istituto finanziario, non sapendo la quantità di titoli *junk* detenuta in portafoglio dagli istituti concorrenti e per evitare ulteriori rischi di insolvenza, rinunciò a prestare liquidità in eccesso agli

altri istituti in *deficit*. Si generò una vera e propria paralisi nei mercati interbancari di tutto il mondo, caratterizzata da una limitata offerta e da un alto tasso di interesse.

Le banche a causa di questo blocco del mercato interbancario, si trovarono ad affrontare una crisi di liquidità, che spinse quelle con una situazione economica più disastrosa verso il fallimento. Per evitare questa drastica conclusione, in molti Paesi e specialmente negli Usa, intervenne lo Stato. Per salvare queste banche furono quindi utilizzate risorse pubbliche, ma fu l'unica soluzione per evitare un peggioramento ulteriore della crisi.

## **1.2 Il peggioramento della crisi e il fallimento della Lehman Brothers**

Nella seconda parte del 2008 ci fu un peggioramento della crisi finanziaria in quanto l'istituzione finanziaria statunitense Lehman Brothers, colpita in modo particolarmente gravoso dalla crisi, non ricevendo né aiuti pubblici né aiuti privati, dichiarò fallimento il 15 settembre 2008.

La scelta dell'amministrazione Bush di non aiutare una banca internazionale così importante come la Lehman Brothers e di lasciarla fallire, fece crescere maggiormente la sfiducia tra le istituzioni finanziarie e provocò maggiori tensioni e incertezze su tutti i mercati delle economie più sviluppate.

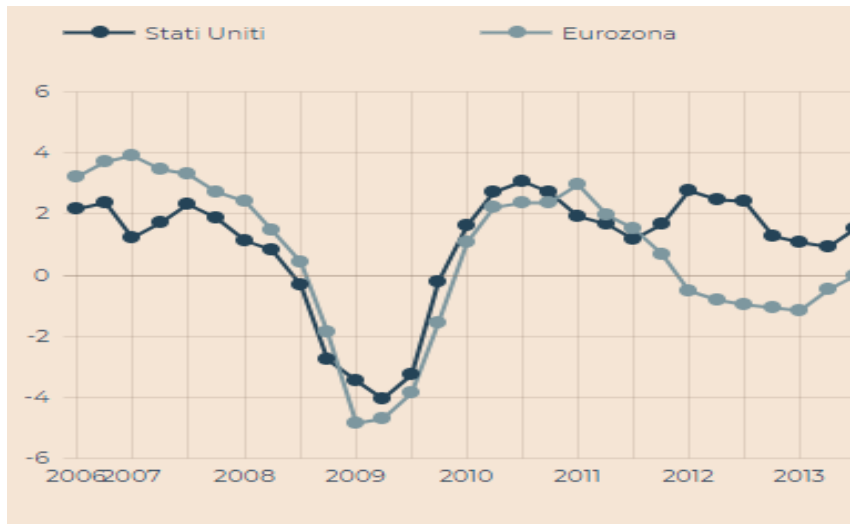
Queste tensioni, nonostante gli interventi delle principali Banche Centrali, contribuirono ad aumentare maggiormente il livello dei tassi di interesse e a ridurre una già minima offerta di liquidità nei mercati interbancari.

In breve tempo la crisi si diffuse nei mercati reali, specialmente per la difficoltà che incontravano famiglie e imprese ad ottenere finanziamenti; le banche, infatti, oltre alla maggiore onerosità con cui concedevano credito, pretendevano garanzie maggiori rispetto al passato. Tutto ciò bloccò gli investimenti reali portando ad un crollo del Pil, ad un aumento del tasso di disoccupazione, al crollo dei principali indici azionari globali ed a una forte riduzione del commercio internazionale.

La figura 1.1 ci mostra un confronto su come è crollato il prodotto interno lordo (Pil) negli Stati Uniti e nell'Eurozona.

I valori della figura indicano come sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona ci fu un calo del Pil di oltre il 4%.

Figura 1.1 Pil degli Stati Uniti e dell'Eurozona



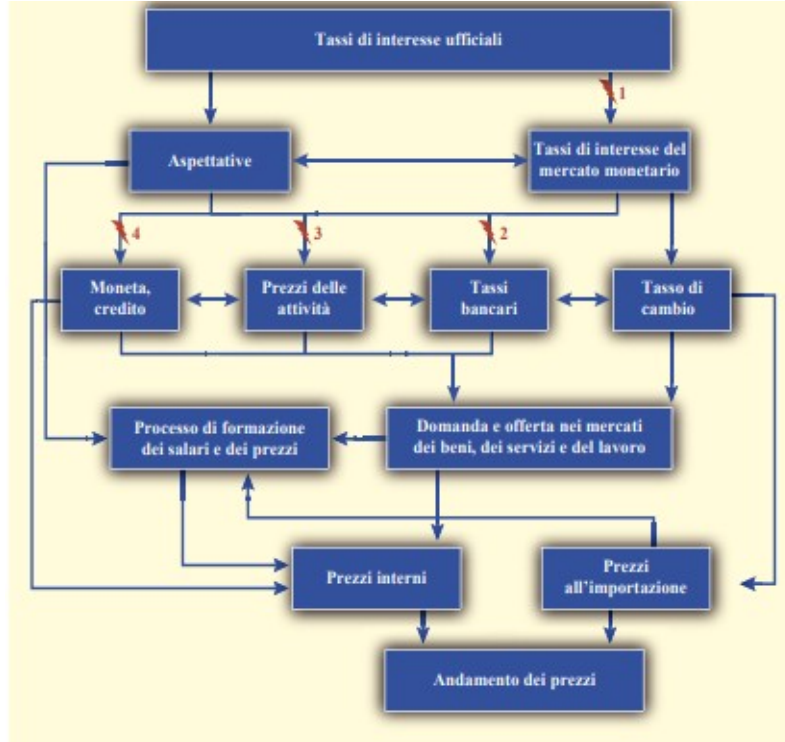
Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/>

Nel proseguo dell'elaborato vedremo le misure di politica monetaria adottate dalla Banca Centrale Europea (Bce) e dalla Federal Reserve per fronteggiare la più grande crisi economica della storia recente.

### 1.3 Le politiche monetarie adottate dalla Federal Reserve

Durante la grave crisi finanziaria e fiduciaria iniziata negli States, con la conseguente paralisi del mercato interbancario e la restia volontà degli istituti di credito di concedere finanziamenti a famiglie e imprese, ci fu un blocco nella trasmissione degli impulsi di politica monetaria dalle Banche Centrali al sistema economico; la figura 1.2 illustra come si blocca il meccanismo di trasmissione della politica monetaria durante una crisi.

Figura 1.2 Il blocco meccanismo di trasmissione monetaria durante la crisi



Fonte: <https://www.ecb.europa.eu/>

Durante una situazione di tensioni finanziarie, le Banche Centrali, oltre ad azzerare i tassi di interesse, devono ricorrere a misure straordinarie definite non convenzionali.

Il nome di tali misure deriva dal fatto che esse sono misure temporanee, prese in situazioni di emergenza, quando le misure classiche, definite appunto misure convenzionali, non hanno più efficacia a causa delle tensioni nei vari mercati.

È possibile definire in generale tre tipi di misure non convenzionali:

- *Misure di quantitative easing;*

- *Misure di credit easing;*
- *Forward guidance.*

Per *quantitative easing* intendiamo la misura con cui le Banche Centrali acquistano titoli dalle banche commerciali con lo scopo di ridurre i rendimenti a lungo termine e di stimolare l'economia.

Il *credit easing* invece è una misura il cui scopo è “contrastare carenze di liquidità e tensioni nel mercato monetario e in quello dei capitali per ristabilire il funzionamento del meccanismo di trasmissione”<sup>1</sup>. Le Banche Centrali per raggiungere tale obiettivo, cercano di dare tutta la liquidità necessaria per ridurre al minimo i tassi di interesse di mercato e stabilizzarli.

Infine, per *forward guidance* si intendono indicazioni prospettiche che dà la Banca Centrale sulle proprie intenzioni future con lo scopo di influenzare le aspettative degli operatori economici.

La Federal Reserve, durante la seconda fase della crisi iniziata dopo il fallimento del colosso Lehman Brothers, ha ridotto ulteriormente i tassi di interesse (0 – 0,25), ha abbassato la qualità dei titoli accettati come garanzia e ha adottato alcune misure di politica monetaria non convenzionali.

---

<sup>1</sup> <https://www.bancaditalia.it/>

In merito alle misure non convenzionali la Fed ha istituito il *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) per fronteggiare le gravi tensioni nel mercato primario e le pressioni di liquidità cui dovevano far fronte le banche.

“The PDCF functioned as an overnight loan facility for primary dealers, similar to the way the Federal Reserve's discount window provides a backup source of funding to depository institutions. By providing a source of liquidity to primary dealers when funding was not available elsewhere in the market, the program helped to improve financial market conditions more generally.”<sup>2</sup>.

Per acquisire i prestiti le banche dovevano depositare presso la Fed titoli ritenuti idonei come *collateral*.

Una seconda misura non convenzionale è il *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF); questa misura, creata per fronteggiare le restrizioni all'erogazione dei prestiti da parte delle banche, consisteva nella possibilità che aveva la Fed di concedere prestiti direttamente ai soggetti privati, a differenza di ciò che avviene in condizioni normali con le misure convenzionali.

Un'altra misura è stata l'*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund* (AMLF), istituita nel contesto dei fondi comuni di investimento (Fci).

---

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/>

I Fci sono uno strumento istituito dalle società di gestione del risparmio con l'obiettivo di raccogliere risorse da una pluralità di investitori, attraverso la sottoscrizione di quote, per gestirle in modo collettivo.

Durante la crisi finanziaria, oltre alla classica corsa agli sportelli dei correntisti per ritirare i loro risparmi, anche coloro che avevano sottoscritto quote di Fci, chiesero in massa il rimborso immediato delle quote sottoscritte per paura di perdere tutto.

I gestori dei fondi, per soddisfare tali richieste, si videro costretti a vendere le attività finanziarie su cui avevano investito in mercati divenuti totalmente illiquidi.

L'AMLF è stata quindi istituita per aiutare i fondi comuni di investimento che detenevano *Asset Backed commercial paper* (ABCP), strumento finanziario a breve termine, “a soddisfare le richieste di rimborso degli investitori e per promuovere la liquidità nel mercato ABCP e nei mercati monetari più in generale”<sup>3</sup>.

Questa misura consisteva nella concessione di prestiti alle istituzioni finanziarie per consentire loro di acquistare ABCP dai fondi comuni di investimento, in questo modo si è evitato un deprezzamento aggiuntivo degli ABCP che avrebbe creato ulteriori difficoltà ai fondi comuni di investimento nel rimborsare le quote agli investitori.

---

<sup>3</sup> <https://www.federalreserve.gov/>



In merito alle linee di *swap* in valuta estera “la Federal Reserve ha annunciato linee di *swap* di liquidità in valuta estera con la Banca d'Inghilterra, la Banca Centrale Europea, la Banca del Giappone e la Banca nazionale svizzera. Le linee di *swap* in valuta estera avrebbero potuto sostenere le operazioni della Federal Reserve per affrontare le tensioni finanziarie fornendo liquidità alle istituzioni statunitensi in sterline per importi fino a £ 30 miliardi, in euro per importi fino a 80 miliardi, in yen per importi fino a 10.000 miliardi di yen e in franchi svizzeri fino a 40 miliardi di franchi”<sup>4</sup>.

Le due misure non convenzionali più importanti sono il *Term Auction Facility* (TAF) e il *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF).

Il TAF è stato creato per aumentare la liquidità nel mercato dei finanziamenti a medio-lungo termine, in quanto quest’ultimo, a causa della crisi, era soggetto a forti tensioni che scoraggiavano gli investitori a concedere prestiti.

“Under the program, the Federal Reserve auctioned 28-day loans, and, beginning in August 2008, 84-day loans, to depository institutions in generally sound financial condition. The TAF enabled the Federal Reserve to provide term funds to a broader range of counterparties and against a broader range of collateral than it could through open market operations.”<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> <https://www.federalreserve.gov/>

<sup>5</sup> <https://www.federalreserve.gov/>

Infatti per incentivare l'approvvigionamento di liquidità, la lista di banche ammesse a questo programma era più ampia di quella delle banche ammesse alle operazioni di mercato aperto, inoltre i requisiti per i titoli da depositare come *collateral*, erano minori.

Essendo l'economia statunitense basata prevalentemente sui consumi, la Federal Reserve per far ripartire l'economia ed incentivare il consumo privato, durante la crisi ha istituito il TALF.

Il TALF consisteva nel concedere prestiti agli intermediari finanziari che a loro volta dovevano impiegare la liquidità ricevuta “per finanziare una varietà di crediti al consumo e alle imprese, inclusi prestiti alle piccole imprese, prestiti per auto, prestiti agli studenti e prestiti con carta di credito”<sup>6</sup>.

Oltre alle misure precedenti, la Federal Reserve ha avviato quattro programmi di *quantitative easing* (QE), a partire dal marzo 2009.

Il primo programma di *quantitative easing* (QE1), è iniziato a novembre del 2008, la Fed ha dato la disponibilità ad acquistare 100 miliardi di titoli emessi o garantiti da agenzie federali USA e 500 miliardi di titoli garantiti da ipoteca su immobili (MBS).

---

<sup>6</sup> <https://www.federalreserve.gov/>

Nel marzo del 2009 la Fed ha ampliato ulteriormente il programma QE1 acquistando titoli di debito e titoli garantiti da ipoteca per 850 miliardi di dollari oltre all'acquisto di titoli di Stato a lunga scadenza per 300 miliardi di dollari.

Il secondo programma di *quantitative easing* (QE2) è stato annunciato nel novembre del 2010. Questo programma, che consisteva nell'acquisto di titoli obbligazionari, ha portato la Fed ad acquistare, entro la metà nel 2011, titoli di Stato statunitensi per un valore di 600 miliardi di dollari.

La Federal Reserve inoltre, nel settembre del 2011, ha dato inizio ad un programma di estensione delle scadenze, denominato *Operation Twist*, il cui scopo era quello di sostituire titoli pubblici a breve scadenza con titoli pubblici a lunga scadenza. Ciò ha portato la Banca Centrale ad acquistare titoli di Stato per 400 miliardi di dollari con scadenze comprese tra i 6 e 30 anni e a vendere lo stesso ammontare di titoli a scadenza compresa tra 3 mesi e 3 anni.

*L'Operation Twist* era stata creata per favorire il finanziamento a lungo termine della spesa pubblica e degli investimenti fissi, oltre per che ridurre il finanziamento a breve scadenza degli investimenti e dei consumi.

Il terzo programma di alleggerimento quantitativo (QE3), annunciato dalla Fed nel settembre del 2012, differisce dai precedenti in quanto non fu fissato il totale dei titoli da acquistare, ma il ritmo mensile degli acquisti, il cui ammontare era di 40 miliardi al mese. Nello specifico, l'acquisto avrebbe interessato titoli MBS.

Durante questo periodo è comunque continuato l'acquisto di titoli a lungo termine stabilito dall'operazione *twist* per un importo pari a 85 miliardi al mese.

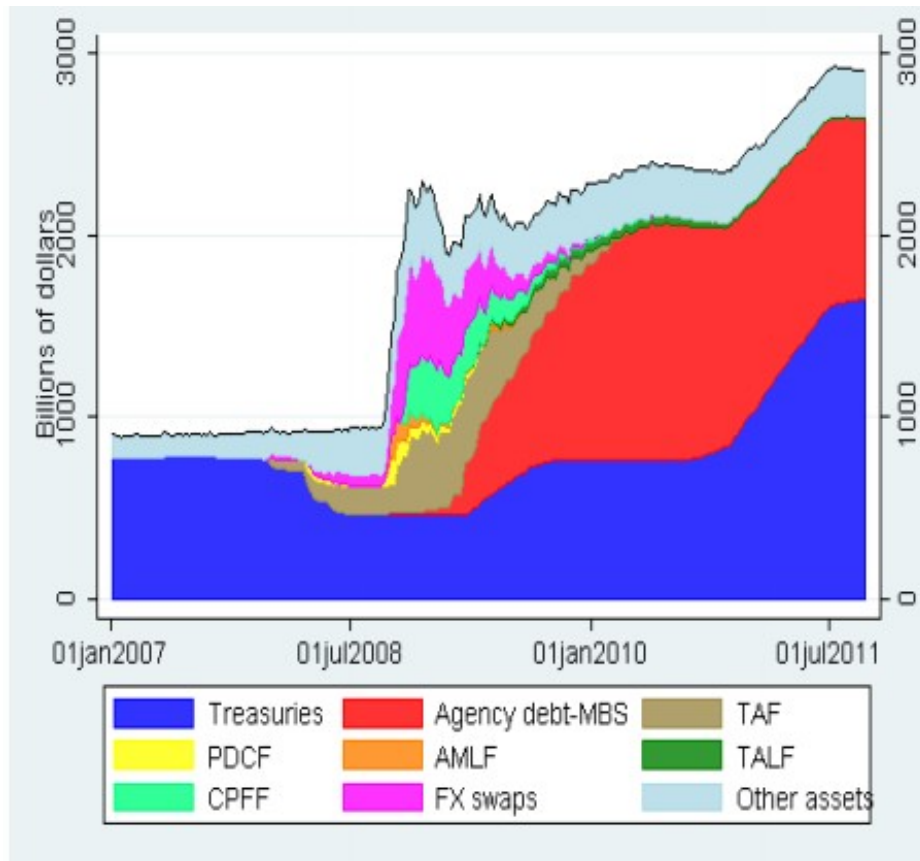
Dopo il termine del programma QE3 e dell'operazione *twist* nel dicembre del 2012 la Fed ha annunciato il quarto programma di QE (QE4).

Quest'ultimo intervento, terminato a ottobre del 2014, aveva lo scopo di acquistare un totale di 85 miliardi di dollari sia di titoli di Stato che di MBS a lungo termine.

Infine, la Fed, ha adottato la *Forward guidance*, annunciando che il tasso ufficiale sarebbe rimasto sostanzialmente pari a zero per un periodo esteso di tempo.

La figura 1.3 mostra come l'utilizzo delle misure non convenzionali abbiano influenzato la composizione del bilancio (attivo) della Federal Reserve.

Figura 1.3 La composizione del bilancio della Federal Reserve

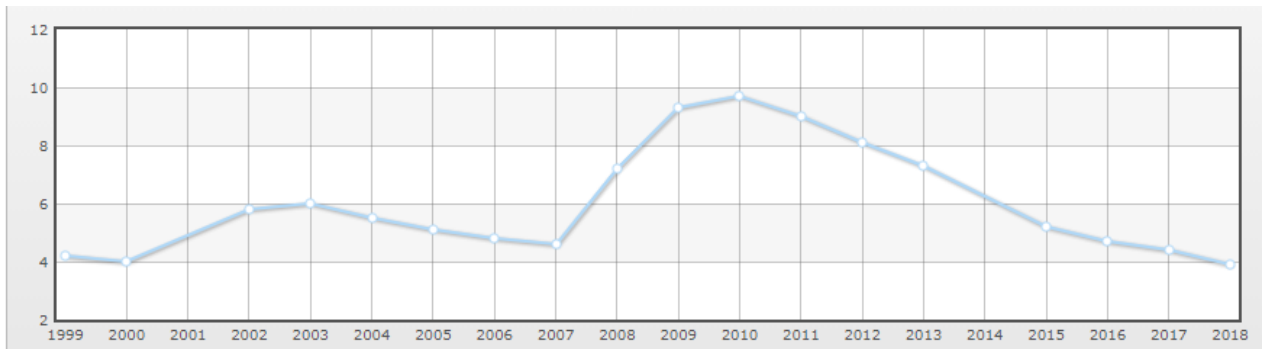


Fonte: <https://www.bancaditalia.it/>

#### 1.4 I risultati delle misure adottate e la pianificazione dell'exit strategy

Gli interventi non convenzionali della Federal Reserve sono risultati efficaci nel contrastare la crisi, infatti già dall'inizio del 2010 il tasso di disoccupazione cominciò a diminuire (come illustrato nella figura 1.4), questa diminuzione fu accompagnata da una ripresa positiva del prodotto interno lordo e del mercato azionario.

Figura 1.4 Il tasso di disoccupazione negli Stati Uniti



Fonte: <https://www.indexmundi.com/>

Oltre che sull'economia reale, le misure adottate hanno avuto risvolti positivi anche sui mercati finanziari, portando ad una diminuzione degli *spread* tra i tassi sui prestiti interbancari non garantiti e quelli garantiti.

Data l'efficacia delle misure adottate si ebbe una stabilizzazione del ricorso alle misure di politica monetaria non convenzionali.

È giusto precisare che il miglioramento generale della situazione economica non è dovuto solamente alle misure di politica monetaria che ha adottato la Fed, ma anche alle misure di politica fiscale adottate dal governo statunitense.

Le politiche monetarie espansive infatti hanno un'efficacia limitata principalmente a causa di due fattori:

- L'efficacia è via via minore al ribasso dei tassi di interesse perché finché abbiamo il contante come alternativa ai titoli, gli operatori saranno

portati a detenere esclusivamente contanti, ciò porta nella situazione di trappola della liquidità dove la politica monetaria diventa totalmente inefficace per stimolare la domanda aggregata;

- L'elasticità degli investimenti al tasso di interesse è limitata, ciò significa che a una riduzione del tasso di interesse si avrà un aumento meno che proporzionale degli investimenti realizzati dagli operatori.

Data la ripresa economica grazie alle misure di politica fiscale e monetaria si iniziava a parlare di una *exit strategy*, cioè di una diminuzione graduale delle misure introdotte per fronteggiare la crisi.

In merito alle misure di politica monetaria non convenzionali più rilevanti, il *Primary Dealer Credit Facility*, il *Commercial Paper Funding Facility*, l'*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund* e gli accordi per le linee *swap* terminarono il 1° febbraio del 2010. Per quanto riguarda i programmi *Term Auction Facility* e *Term Asset-Backed Securities Loan Facility*, l'ultima asta del TAF si è tenuta l'8 marzo 2010 mentre i prestiti TALF sono terminati il 30 giugno 2010. Relativamente al *quantitative easing* invece, come già enunciato nel paragrafo precedente, il quarto programma si è concluso definitivamente nell'ottobre del 2014.





## **Capitolo 2**

# **LA REAZIONE DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA ALLA CRISI FINANZIARIA**

### **2.1 L'inizio della riduzione dei tassi di interesse nell'Eurozona**

Come già enunciato in precedenza, la crisi dagli Stati Uniti si diffuse rapidamente in tutto il mondo, agevolata dall'elevata diffusione dei titoli cartolarizzati.

In Europa la prima nazione a farne le spese fu l'Inghilterra, infatti, il quinto istituto di credito britannico, la Northern Rock, avendo in portafoglio un'ingente quantità di *junk bond*, dichiarò all'inizio di settembre 2007 che non sarebbe riuscita a restituire le somme depositate dalla clientela. La mancanza di liquidità derivava dal fatto che in Europa, come negli Usa, a causa della crisi di fiducia ci fu una paralisi del mercato interbancario.

Per placare l'ondata di panico tra i correntisti, anche quelli di banche diverse e per evitare conseguenze ancora più gravi, l'istituto Northern Rock non fu lasciato fallire (come toccò poi invece alla Lehman Brothers negli Usa) ma fu nazionalizzato impiegando risorse pubbliche.

La crisi si diffuse rapidamente nel resto del continente, generando un aumento della disoccupazione ed un crollo sia del Pil che dei mercati azionari.

Le Banche Centrali dei singoli Paesi europei e la Bce per gli Stati appartenenti all'Eurozona, intervennero subito per evitare che le tensioni nel mercato

interbancario impedissero la trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'intero sistema economico.

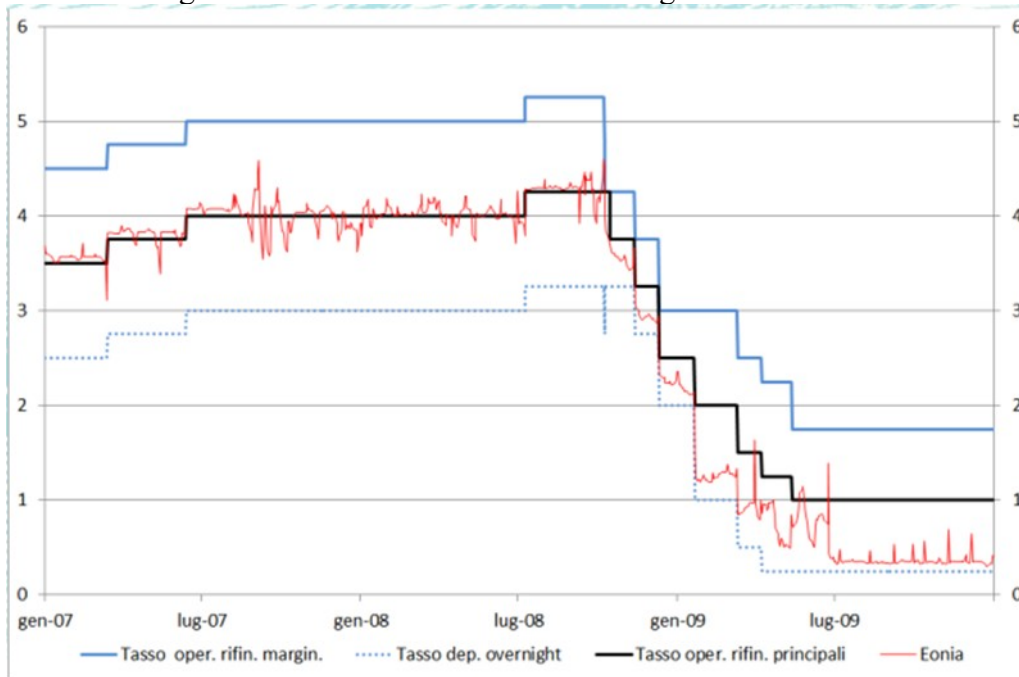
In particolare, la Bce nella prima fase della crisi permise alle banche di ottenere, depositando titoli idonei come *collateral*, l'intero ammontare di liquidità di cui avevano bisogno, su base *overnight*, allo stesso tasso fissato sulle operazioni di rifinanziamento principali. Inoltre, nei mesi successivi, condusse operazioni aggiuntive di rifinanziamento con scadenza a tre e sei mesi oltre che a concedere, in accordo con la Fed, prestiti in dollari alle banche (linee *swap*).

La Bce, avendo come obiettivo primario la stabilità dei prezzi, nel luglio del 2008, nonostante la crisi fosse ormai esplosa, per scongiurare il rischio di un aumento dell'inflazione, innalzò i tassi di interesse ufficiali di ben 25 punti base portando il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale al 4,28%.

Dopo il fallimento della Lehman Brothers e il conseguente peggioramento della crisi, la Bce è subito tornata indietro abbassando i tassi di interesse. Inizialmente ridusse di 50 punti base il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale, a dimostrazione della particolare situazione di quegli anni; questa decisione venne presa in comune accordo con alcune delle più importanti Banche Centrali al mondo.

Nei mesi successivi la Bce ha ridotto ulteriormente i tassi di *policy*, portandoli nel giro di poco tempo all'1%, come illustrato nella figura 2.1.

Figura 2.1 I tassi ufficiali e tasso overnight nell'eurozona



Fonte: <https://www.bancaditalia.it/>

## 2.2 Le politiche monetarie adottate dalla Banca Centrale Europea

La riduzione dei tassi d'interesse ufficiali nell'Eurozona (come nel resto del mondo), a causa della grave crisi fiduciaria che aveva paralizzato i canali di trasmissione della politica monetaria, rischiava di risultare del tutto inefficace. A fronte di ciò, per ripristinare il meccanismo di trasmissione, anche la Bce intervenne con le misure non convenzionali.

La prima misura non convenzionale andò a modificare il funzionamento delle aste in cui avveniva l'approvvigionamento di liquidità delle banche commerciali. Si passava da un meccanismo dove la Bce indicava un quantitativo massimo di

liquidità offerta, sia a tassi fissi che variabili, ad aste denominate *Fixed Rate Full Allotment* (FRFA), nelle quali avveniva la piena aggiudicazione della liquidità richiesta dalle banche a tasso fisso.

Le aste FRFA avevano lo scopo di soddisfare la richiesta di liquidità nel breve termine.

Come seconda misura la Bce introduceva le *Long Term Refinancing Operation* (LTRO), operazioni di finanziamento a più lunga scadenza (sei mesi); a maggio del 2009, il consiglio direttivo annunciava che queste operazioni sarebbero state condotte con scadenza allungata ad un anno. Le scadenze più lunghe consentivano alle banche di avere maggiore coincidenza temporale tra investimenti e finanziamenti.

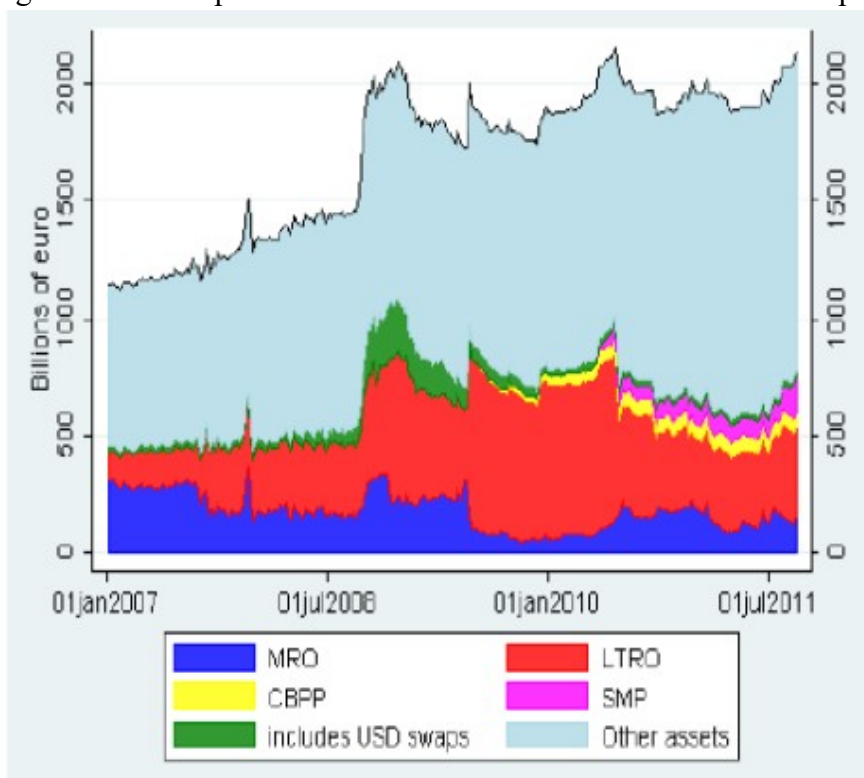
Un'altra misura introdotta per consentire alle banche di ricevere tutta la liquidità di cui avevano bisogno è stata la diminuzione del *rating* minimo dei titoli che la Bce avrebbe accettato come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento. In questo modo nella lista dei titoli accettati venivano inseriti anche quei titoli deprezzati per effetto della crisi, come ad esempio i titoli cartolarizzati.

Successivamente veniva creato il *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) un programma di acquisto definitivo di obbligazioni bancarie garantite. Le banche infatti si approvvigionavano di liquidità anche emettendo obbligazioni nel mercato, ma a causa della crisi nessun operatore era più disposto ad acquistarle. Per questo motivo intervenne la Banca Centrale, acquistandole in modo da erogare liquidità

alle banche commerciali che ne avessero avuto bisogno. Il 4 giugno 2009, il consiglio direttivo della Bce comunicava le modalità tecniche di acquisto delle obbligazioni bancarie, dicendo che gli acquisti, per un importo di 60 miliardi di euro, sarebbero stati distribuiti in tutta l'Eurozona ed effettuati mediante acquisti diretti.

Inoltre, in accordo con la Federal Reserve, la Bce aumentava l'erogazione di prestiti in dollari statunitensi. La figura 2.2 mostra come l'utilizzo delle misure non convenzionali hanno influenzato la composizione del bilancio (attivo) della Banca Centrale Europea.

Figura 2.2 la composizione del bilancio della Banca Centrale Europea



Fonte: <https://www.bancaditalia.it/>

### 2.3 Confronto tra le politiche monetarie adottate dalla Fed e dalla Bce

Prima di confrontare le diverse misure non convenzionali adottate dalle due Banche Centrali, è doveroso precisare quali sono le differenze e le similitudini riguardanti questi due istituti.

La Federal Reserve è la BC degli Stati Uniti, in base alla legge che l'ha istituita, *Federal Reserve act del 1913*, può adottare interventi di politica monetaria per raggiungere a scelta, e senza un ordine prioritario stabilito, questi diversi obiettivi:

- Il raggiungimento della piena occupazione;
- Il mantenimento della stabilità dei prezzi;
- Il contenimento della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine.

Per stabilità dei prezzi si intende “un’inflazione bassa, ossia tassi di variazione dei prezzi al consumo molto contenuti”<sup>7</sup>, mentre per piena occupazione si intende una situazione in cui la disoccupazione è portata al livello minimo.

Attualmente, in base ad una revisione del *Federal Reserve act* (*Humphrey-Hawkins act 1978*), la Fed, oltre agli obiettivi precedenti, può porsi come obiettivi la crescita economica, la stabilità del sistema finanziario e la stabilità del tasso di cambio.

---

<sup>7</sup> <https://www.bancaditalia.it/>

La Fed è una Banca Centrale indipendente, in quanto dal punto di vista finanziario non riceve finanziamenti dal parlamento degli Usa, e dal punto di vista decisionale i suoi interventi di politica monetaria sono stabiliti dal proprio direttivo senza la necessità che vengano approvati né dal Presidente della Repubblica né da qualunque altro organo legislativo o di governo.

“La Banca Centrale Europea e le Banche Centrali nazionali costituiscono l'Eurosistema, il sistema di Banche Centrali dell'area dell'euro (SEBC). Il principale obiettivo dell'Eurosistema è mantenere la stabilità dei prezzi, ossia salvaguardare il valore dell'euro”.<sup>8</sup>

Quindi, a differenza delle Fed che può scegliere tra più obiettivi, il trattato di Maastricht del 1992 ha stabilito un unico obiettivo prioritario per la Bce; gli altri obiettivi stabili dal trattato, come ad esempio la crescita economica e la piena occupazione, possono essere sostenuti se non pregiudicano la stabilità dei prezzi.

La cosa che invece accomuna la Bce alla Fed è l'indipendenza delle scelte di politica monetaria, che vengono prese in autonomia dal consiglio direttivo senza l'influenza dei governi degli Stati appartenenti all'Eurozona.

La sostanziale differenza di obiettivi deriva dal fatto che, come evidenzia Alessandrini (2015), mentre negli Stati Uniti la politica monetaria sovranazionale,

---

<sup>8</sup> <https://www.ecb.europa.eu/>

rispetto ai singoli Stati, è bilanciata da una politica fiscale ugualmente sovranazionale, rappresentativa della volontà popolare, nell'Eurozona è solo la politica monetaria ad essere sovranazionale, mentre la politica fiscale è a discrezione di ogni singolo Stato. Per questo motivo, non avendo un contraltare di pari livello, è stato deciso di limitare l'autonomia della Bce nella scelta dei singoli obiettivi.

In merito alle misure adottate per contrastare la crisi, una prima similitudine che accomuna le due Banche Centrali è stato il ritardo con cui hanno affrontato la crisi. Infatti già nel febbraio del 2007 erano evidenti i primi segnali di turbolenze finanziarie, ma per attuare i primi interventi immettendo liquidità, si è dovuto attendere le prime settimane di agosto dello stesso anno. Nonostante ciò gli interventi adottati da entrambe le Banche Centrali si sono rilevati corretti.

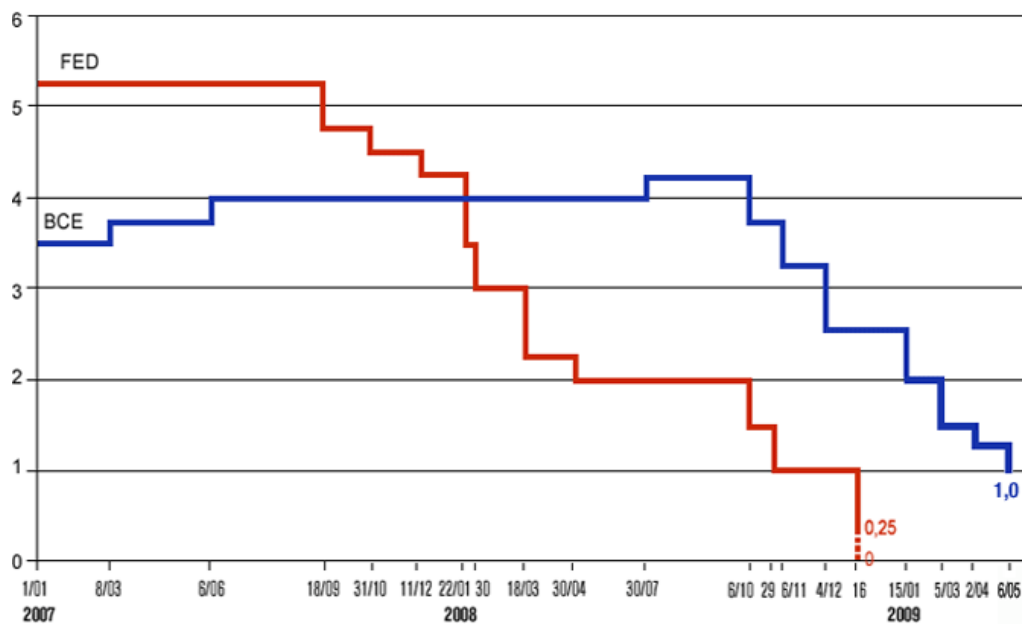
Un'altra misura che le accomuna è che entrambe hanno abbassato la garanzia dei titoli richiesti come collateral con lo scopo di ridurre il costo e aumentare la quantità di liquidità da immettere nei mercati interbancari.

In merito alla decisione dei tassi di *policy* è possibile notare una differenza: mentre la Federal Reserve, avendo più autonomia nelle scelte, per aiutare l'economia ha ridotto i tassi di interesse fin dall'inizio del 2008, la Banca Centrale Europea, vincolata dall'obiettivo principale della stabilità dei prezzi, nonostante la crisi fosse ormai conclamata, nel luglio del 2008 ha addirittura aumentato i tassi



di interesse nel timore di spinte inflazionistiche. Salvo poi invertire la decisione dopo il peggioramento della crisi, come illustrato nella figura 2.3.

Figura 2.3 Confronto tra i tassi di policy stabiliti da Fed e Bce



Fonte: <https://www.ilsole24ore.com/>

Un'altra differenza nelle misure adottate, trova origine nella differente cultura finanziaria tra cittadini europei e cittadini statunitensi. Infatti, tenendo conto che circa il 70% dei prestiti effettuati nell'Eurozona a imprese e privati è erogato dalle banche, le misure adottate dalle Bce erano rivolte a codesti intermediari finanziari (ad esempio le aste FRFA, l'acquisto di obbligazioni bancarie...).

Il principale obiettivo era quello di garantire alle banche di approvvigionarsi di tutta la liquidità di cui avevano bisogno per continuare ad erogare credito.

Negli Stati Uniti invece, la percentuale di prestiti erogati dalle banche rappresenta circa il 15-20% del totale, per tale motivo le misure adottate dalla Fed oltre ad essere indirizzate agli istituti creditizi (come ad esempio nel caso del TAF e del PDCF), erano indirizzate anche ad altri operatori di mercato, come ad esempio ai fondi comuni di investimento nel caso dell'AMLF o direttamente a famiglie ed imprese come previsto dal CPFF.

Un'ulteriore differenza negli interventi è dovuta al fatto che la Federal Reserve già dal novembre del 2008 ha avviato una politica di *quantitative easing*, indirizzata principalmente all'acquisto sia di titoli di Stato sia di titoli MBS, mentre l'unica misura di acquisto titoli condotta dalla Bce riguardava esclusivamente l'acquisto di obbligazioni bancarie (CBPP).

#### **2.4 I risultati delle politiche monetarie adottate nell'Eurozona**

Anche nell'Eurozona, le misure adottate dalla Bce hanno portato ad un miglioramento delle condizioni economiche generali, nonostante la politica monetaria non sia stata adeguatamente supportata dalla politica fiscale, a causa dei limiti di spesa pubblica imposta ai singoli Stati dal patto di stabilità e crescita.

Le misure non convenzionali erano riuscite a ripristinare i canali di trasmissione della liquidità, permettendo alle banche di avere risorse sufficienti per concedere prestiti a famiglie e imprese. Contemporanea alla ripresa della concessione di

credito, è stata la ripresa del Pil e la diminuzione del tasso di disoccupazione nell'Eurozona.

Anche nella nostra unione monetaria, si iniziava a parlare di *exit strategy*, infatti nel dicembre del 2009 il consiglio direttivo della Bce annunciava che ci sarebbe stata una graduale diminuzione delle misure non convenzionali, in quanto definite non più necessarie. Inoltre il prolungato mantenimento dei tassi di interesse a livelli minimi per un lungo periodo di tempo, avrebbe potuto indurre imprese e famiglie ad assumere rischi sempre maggiori.

Per tale motivo, il consiglio direttivo decideva la sospensione delle operazioni supplementari di rifinanziamento a tre mesi, che si sarebbe effettuata solo un'altra LTRO con scadenza a sei mesi e che la LTRO con scadenza ad un anno condotta a dicembre del 2009, sarebbe stata l'ultima.

Infine, in accordo con altre Banche Centrali, venivano interrotte le linee *swap*, da quel momento in poi sarebbero stati concessi solo finanziamenti in valuta locale.

Per compensare le sospensioni di questi programmi, in una situazione in miglioramento ma ancora delicata, la Bce decideva di conservare le altre misure di sostegno al credito.

## CONCLUSIONE

Nei due capitoli precedenti oltre ad illustrare le conseguenze di un'eccessiva deregolamentazione degli istituti di credito, abbiamo visto come la Fed e la Bce hanno contribuito con i loro interventi a combattere la crisi.

Seppure una politica monetaria espansiva sia necessaria in una fase di recessione economica è evidente che questa deve essere supportata da una politica fiscale altrettanto espansiva, come avvenne negli Stati Uniti ma non nell'Eurozona.

In merito a quest'ultima, è risultato evidente sia l'errore di non sospendere i vincoli di spesa pubblica durante la crisi (insieme alla necessità che gli Stati contengano il debito pubblico in fasi economiche espansive per avere risorse da utilizzare in caso di recessione), sia la necessità di adottare politiche fiscali sovranazionali.

Le recenti crisi finanziarie hanno infatti evidenziato la necessità di un completamento del processo di integrazione Europea, in modo che ci sia coordinazione tra le politiche economiche.

In merito alla coordinazione tra politiche monetarie e politiche fiscali nell'Eurozona, un passo in avanti è stato fatto durante l'attuale emergenza sanitaria, in cui è stato deciso di emettere titoli di debito comune (next generation eu) per affiancare le politiche monetarie della Bce e stimolare maggiormente la ripresa economica.

## BIBLIOGRAFIA

Alessandrini P. (2015). *Economia e politica della moneta*, Bologna: Il Mulino.

Banca D'Italia (2008). *Relazione annuale sul 2007*, Banca d'Italia, Roma.

Banca D'Italia (2009). *Relazione annuale sul 2008*, Banca d'Italia, Roma.

Banca D'Italia (2010). *Bollettino mensile ottobre 2010*, Banca d'Italia, Roma.

Banca D'Italia (2010). *Relazione annuale sul 2009*, Banca d'Italia, Roma.

Banca D'Italia (2011). *Relazione annuale sul 2010*, Banca d'Italia, Roma.

Dornbusch, Fischer, Startz, Canullo e Pettenati (2014), *Macroeconomia*, Stati Uniti: McGraw-Hill.

Lops V. (2013). *Dove sarebbe l'euro se la Bce avesse gli stessi poteri della Fed?*, Milano: Il Sole 24 Ore.

## SITOGRAFIA

<https://ec.europa.eu/eurostat>

<https://www.bancaditalia.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/>

<https://www.consob.it/>

<https://www.ecb.europa.eu/>

<https://www.federalreserve.gov/>

<https://www.forbes.com/>

<https://www.ilsole24ore.com/>

<https://www.indexmundi.com/>

<https://www.istat.it/>